

332.6

MAN

S @ 1

**STUDI KOMPARATIF TINGKAT RETURN DAN RESIKO  
REKSADANA SAHAM DAN PORTOFOLIO SAHAM LQ45 DENGAN  
MENGUNAKAN SINGLE INDEX MODEL**

**TESIS**

*Diajukan kepada Pengelola Program Studi Magister Manajemen  
Universitas Diponegoro  
Untuk memenuhi salah satu syarat guna memperoleh  
Derajat Sarjana - S2 Magister Manajemen*



**Diajukan oleh :**

**Nama : Angela Rin Manupassa**

**NIM : C4A 098 111**

**PROGRAM STUDI MAGISTER MANAJEMEN  
PROGRAM PASCA SARJANA  
UNIVERSITAS DIPONEGORO  
TAHUN 2001**

## PENGESAHAN TESIS

Yang bertanda tangan dibawah ini menyatakan bahwa tesis berjudul:  
STUDI KOMPARATIF TINGKAT *RETURN* DAN RESIKO REKSADANA  
SAHAM DAN PORTOFOLIO SAHAM LQ45 DENGAN  
MENGUNAKAN SINGLE INDEX MODEL

yang disusun oleh Angela Rin Manupassa, NIM C4A098111  
telah dipertahankan di depan Dewan Penguji pada tanggal 21 Desember 2000  
dan dinyatakan telah memenuhi syarat untuk diterima.

Pembimbing Utama



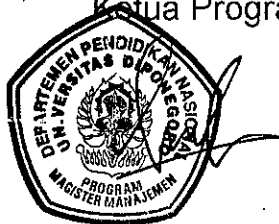
Drs. Wiratno, MEd

Pembimbing Anggota



Drs. Basuki HP, MAcc, MBA

Semarang 21 Desember 2000  
Universitas Diponegoro  
Program Pascasarjana  
Program Studi Magister Manajemen  
Ketua Program:



Prof. Dr. Suyudi Mangunwihardjo

**Trust in the LORD with all your heart  
and lean not on your own understanding**

Dedicated to:

⇒ My dearest Grandma

⇒ My beloved person, wherever  
you are...

## ABSTRAKSI

Penelitian tentang kinerja portofolio telah banyak dilakukan di berbagai bidang investasi. Penelitian ini mencoba mengulas kinerja portofolio di pasar modal Indonesia (Bursa Efek Jakarta), khususnya portofolio saham. Portofolio saham ini dibentuk dengan menggunakan metode yang paling sederhana yaitu *Single Index Model* atau model indeks tunggal. Hasil *return* dan resiko portofolio menggunakan *Single Index Model* kemudian dibandingkan/diuji beda dengan hasil *return* dan resiko reksadana saham, karena reksadana saham merupakan portofolio saham yang dikelola oleh manajer investasi. Pembandingan ini dilakukan untuk mengetahui apakah ada perbedaan *return* dan resiko antara reksadana saham dengan portofolio yang telah dibentuk menggunakan *Single Index Model*.

Seluruh anggota populasi dari Indeks LQ45 dan reksadana saham digunakan untuk menjawab permasalahan dalam penelitian. Metode pengumpulan datanya adalah *nonparticipant observer*, dimana peneliti hanya mengamati data yang telah tersedia tanpa ikut campur atau menjadi bagian dari suatu sistem data. Data diperoleh dari Harian Bisnis Indonesia selama periode Oktober 1998 sampai dengan April 2000.

Hasil uji beda (*Paired-Sample T-Test*) secara statistik menunjukkan bahwa tidak ada perbedaan *return* antara reksadana saham dengan portofolio hasil bentukan *Single Index Model*, namun diantara keduanya terdapat perbedaan resiko. Lebih lanjut, untuk menuju pada keputusan investasi yang paling menguntungkan bagi investor, digunakan Indeks Sharpe (*Sharpe Index*) untuk mengukur kinerja antara portofolio hasil *Single Index Model* dan reksadana saham. Hasilnya, reksadana saham ternyata memiliki Indeks Sharpe yang lebih besar daripada Indeks Sharpe yang dimiliki portofolio *Single Index Model*, dari sini dapat diketahui bahwa reksadana saham memiliki kinerja yang lebih baik bila dibandingkan dengan portofolio yang menggunakan *Single Index Model*. Lebih dalam lagi, diantara 21 reksadana yang ada di Indonesia, ternyata akan lebih menguntungkan bagi investor jika ia memilih reksadana saham yang strategi investasinya 80% di pasar saham dan 20% jenis investasi lain, jadi bukan reksadana yang mengalokasikan 100% dananya di pasar saham, karena meskipun hasil yang diperoleh/*return*nya sama namun resiko yang harus ditanggung investor menjadi semakin kecil.

UPT-PUSTAK-UNDIP

## ABSTRACT

Many researches on portfolio performance have been done in several kinds of investments. This research is trying to analyze about portfolio performance in Indonesian Capital Market (Jakarta Stock Exchange), especially about portfolio of stock. This portfolio is formed using the simplest method which is known as Single Index Model. The result from portfolio return and portfolio risk then will be compared to the return and the risk of stock-based mutual fund. These two things can be compared since stock-based mutual fund is also a kind of stock portfolio managed by investment manager. This comparison is trying to find out, whether there are many differences in return and risk, between the stock-based mutual fund and the portfolio which has been formed by using Single Index Model.

The population from Index LQ45 and from stock-based mutual fund are used to answer the problem of the research. The data collecting method in this research is nonparticipant-observer method. Data are taken from *Bisnis Indonesia* daily newspaper from October 1998 until April 2000.

The Paired-Sample T-Test statistically shows that there is no difference in return between the stock-based mutual fund and the portfolio which is formed using Single Index Model, but there is a difference in risk. Furthermore, to make the most profitable investment decision, Sharpe Index is used to measure the performance of stock-based mutual fund as well as stock portfolio using the Single Index Model. The final result is that, in fact, stock-based mutual fund has a bigger Sharpe Index than of portfolio using Single Index Model. From this, it can be concluded that stock-based mutual fund has a better performance than portfolio using Single Index Model. And furthermore, among the 21 stock-based mutual funds in Indonesia, it appears to be more profitable if the investor chooses the stock-based mutual fund whose investment strategy is 80% in stock market and 20% in other kinds of investments, instead of the stock-based mutual fund which spends 100% of its cash in stock market. The reason of this is that although the return is equal, the risk for investor is getting lower.

UPT-PUSTAK-UNDIP

## KATA PENGANTAR

Serasa tak terpuaskan hati ini memanjatkan puji syukur ke hadirat Tuhan Yang Maha Kuasa. Hanya karena anugrahNya maka tesis ini berhasil terwujud dengan baik.

Penulisan tesis ini dimaksudkan untuk memenuhi sebagian dari persyaratan-persyaratan untuk mencapai gelar Magister Manajemen pada Program Pascasarjana Universitas Diponegoro Semarang, disamping manfaat yang mungkin dapat disumbangkan dari hasil penelitian ini kepada pihak yang berkepentingan. Adalah suatu kesempatan yang berharga sekali untuk mencoba menerapkan beberapa teori yang diperoleh selama duduk di bangku kuliah dalam situasi dunia nyata.

Penulis menyadari bahwa baik dalam pengungkapan, penyajian, pemilihan kata-kata maupun pembahasan materi tesis ini masih jauh dari sempurna, oleh karena itu dengan penuh kerendahan hati penulis mengharapkan saran, kritik, dan segala bentuk pengarahan dari semua pihak untuk perbaikan tesis ini.

Banyak pihak yang telah dengan tulus hati memberi bantuan, baik itu melalui kata-kata ataupun nasihat serta semangat untuk menyelesaikan penulisan tesis ini. Pada kesempatan ini, penulis ingin menyampaikan rasa terima kasih disertai penghargaan yang setinggi-tingginya kepada:

1. Bapak Drs. Wiratno, MEd, sebagai dosen pembimbing utama yang telah mencurahkan perhatian dan tenaga serta dorongan kepada penulis hingga selesainya tesis ini.

2. Bapak Drs. Basuki HP, MAcc, MBA, selaku dosen pembimbing yang telah menuntun dan memberikan saran-saran serta perhatian sehingga penulis dapat menyelesaikan tesis ini.
3. Bapak Dr. Imam Ghozali, M.Com., Akt., yang telah memberikan saran-saran dan banyak membantu penulis sehingga tesis ini dapat diselesaikan.
4. Para staf pengajar Magister Manajemen Universitas Diponegoro Semarang yang melalui kegiatan belajar mengajar telah memberikan suatu dasar pemikiran analitis dan pengetahuan yang lebih baik.
5. Para staf administrasi Magister Manajemen Universitas Diponegoro Semarang yang telah banyak membantu dan mempermudah penulis dalam menyelesaikan studi di MM Undip.
6. Oma, Opa, Papa, Mama dan adik-adikku yang selalu memberikan perhatian dan semangat serta dukungan doa untuk penulis, sehingga penulis dapat menyelesaikan tesis ini.
7. Robiyanto, SE, MM, terima kasih telah memberi semangat, perhatian dan dorongan kepada penulis.
8. Jimmy Andi Saksono, SE, MM, yang telah banyak membantu penulis dalam pengadaan sarana untuk menyelesaikan tesis ini.
9. Sem Karunia Halajur, SE, terima kasih telah memberi dorongan hingga selesainya tesis ini.
10. Heni, Otty, Maya, Yuana, Dian, serta teman-teman lainnya yang tidak dapat disebutkan satu persatu, terima kasih atas persahabatan dan kerjasamanya selama penulis belajar di MM Undip.



Hanya doa yang dapat penulis panjatkan semoga Tuhan berkenan membalas semua kebaikan Bapak, Ibu, Saudara dan teman-teman sekalian. Akhir kata, teriring harapan semoga tesis ini dapat bermanfaat meskipun penulis menyadari sepenuhnya bahwa tesis ini masih jauh dari sempurna.

Semarang, Desember 2000

*Penulis*

# DAFTAR ISI

	Halaman
Halaman Judul	i
Halaman Pengesahan	ii
Halaman Motto	iii
Halaman Persembahan	iv
Abstraksi	v
Abstract	vi
Kata Pengantar	vii
Daftar Tabel	xii
Daftar Gambar	xiii
Daftar Lampiran	xiv
<b>BAB I      PENDAHULUAN</b>	
1.1. Latar Belakang Masalah.....	1
1.2. Perumusan dan Pembatasan Masalah.....	6
1.2.1. Perumusan Masalah.....	6
1.2.2. Pembatasan Masalah.....	6
1.3. Tujuan dan Kegunaan Penelitian.....	6
1.3.1. Tujuan Penelitian.....	6
1.3.2. Kegunaan Penelitian.....	7
<b>BAB II      TELAAH PUSTAKA DAN HIPOTESIS</b>	
2.1. Telaah Pustaka.....	8
2.1.1. Investasi dan Resiko Investasi.....	8
2.1.2. Portofolio.....	9
2.1.3. Definisi Reksadana.....	12
2.1.4. Perkembangan Reksadana di Indonesia.....	12
2.2. Penelitian Terdahulu.....	13
2.3. Kerangka Pemikiran Teoritis.....	15
2.4. Hipotesis.....	17
<b>BAB III      METODE PENELITIAN</b>	
3.1. Jenis dan Sumber Data.....	18
3.2. Populasi.....	18
3.3. Metode Pengumpulan Data.....	19
3.4. Teknik Analisis.....	19
<b>BAB IV      GAMBARAN UMUM OBYEK PENELITIAN</b>	
4.1. Indeks Harga Saham .....	26
4.2. Reksadana.....	28
<b>BAB V      PEMBAHASAN DAN HASIL PENELITIAN</b>	
5.1. Portofolio Menggunakan <i>Single Index Model</i> Selama Periode Penelitian.....	37

5.2. <i>Return</i> dan Resiko Reksadana Saham Pada Periode Penelitian.....	40
5.3. Uji Beda Dua Rata-rata antara <i>Return</i> dan Resiko Reksadana Saham dengan <i>Return</i> dan Resiko Portofolio Saham Menggunakan <i>Single Index Model</i> .....	48
5.3.1. Uji Beda Dua Rata-rata antara <i>Return</i> Reksadana Saham dengan <i>Return</i> Portofolio Saham Menggunakan <i>Single Index Model</i> .....	48
5.3.2. Uji Beda Dua Rata-rata antara Resiko Reksadana Saham dengan Resiko Portofolio Saham Menggunakan <i>Single Index Model</i> .....	49
5.4. Peningkatan Reksadana Saham dengan Sharpe Index....	50
5.5. Penentuan Alternatif Investasi.....	54

## **BAB VI KESIMPULAN DAN SARAN**

6.1. Kesimpulan.....	56
6.2. Saran.....	58

Daftar Pustaka  
Lampiran

## DAFTAR TABEL

TABEL	Halaman
1.1.1. Keuntungan Investasi 1995-1999 (dalam persen).....	2
4.2.1. Biaya-Biaya Transaksi Berbagai Reksadana Saham.....	33
4.2.2. Daftar Reksadana Saham, Manajer Investasi, dan Tanggal Efektif.....	36
5.1.1. Hasil Portofolio Setelah Diterapkan/Diaplikasikan (menggunakan <i>Single Index Model</i> berdasarkan Elton dan Gruber, 1995).....	39
5.2.1. <i>Return</i> Reksadana Saham Bulanan.....	44
5.2.2. Resiko Reksadana Saham Bulanan.....	46
5.3.1. Hasil Uji Beda Dua Rata-rata antara <i>Return</i> Reksadana Saham dengan <i>Return</i> Portofolio Saham Menggunakan <i>Single Index Model</i> Setelah Diaplikasikan.....	48
5.3.2. Hasil Uji Beda Dua Rata-rata antara Resiko Reksadana Saham dengan Resiko Portofolio Saham Menggunakan <i>Single Index Model</i> Setelah Diaplikasikan.....	50
5.4.1. Peringkat Reksadana Saham Berdasarkan Indeks Sharpe.....	52
5.4.2. Evaluasi Kinerja Dua Kelompok Reksadana Saham berdasarkan Strategi Investasinya.....	53
5.5.1. Hasil Pemeringkatan Kinerja Portofolio Berdasarkan Indeks Sharpe.....	55

## Daftar Gambar

Gambar	Halaman
1. Bagan Kerangka Pemikiran Teoritis.....	16

## Daftar Lampiran

### Lampiran

1. Data Saham-Saham yang Masuk dalam LQ45 Selama Periode Penelitian
2. Hasil Portofolio *Single Index Model* berdasarkan Elton Gruber
3. Hasil Portofolio *Single Index Model* dalam Aplikasi/Terapan
4. Peringkat Reksadana Saham Per periode Penelitian
5. Contoh Penggunaan *Single Index Model* untuk Membentuk Portofolio pada bulan Oktober 1998
6. *Paired-Sample T-Test* untuk *Return* Portofolio dengan *Return* Reksadana Saham
7. *Paired-sample T-Test* untuk Resiko Portofolio dengan Resiko Reksadana Saham
8. Perkembangan NAB Reksadana Saham Peringkat Atas (10 Besar) November 1998-April 2000

# BAB I

## PENDAHULUAN

### 1. 1. Latar Belakang Masalah

Para investor, baik individu maupun institusi, pada era millenium ini dihadapkan dengan semakin luasnya sarana dan data mengenai kesempatan investasi di bidang keuangan. Investasi ke dalam aktiva keuangan dapat berupa investasi langsung oleh investor sendiri dan investasi tak langsung misalnya melalui manajer investasi. Investasi langsung dilakukan dengan membeli langsung aktiva keuangan yang dapat diperjualbelikan di pasar uang, pasar modal atau pasar turunan (*derivative market*). Sebaliknya investasi tak langsung dilakukan dengan membeli surat-surat berharga dari suatu perusahaan investasi (Jogiyanto, 1998).

Meneropong instrumen-instrumen investasi di Indonesia memang relatif sedikit jika dibandingkan dengan berbagai alternatif investasi di negara-negara maju. Pada tahun-tahun yang lalu instrumen investasi di Indonesia telah mulai dikembangkan, tetapi masih jauh tertinggal dibanding negara-negara yang ekonominya sudah mapan. Kondisi krisis ekonomi yang melanda Indonesia juga menyebabkan instrumen-instrumen investasi turunan (derivatif) menjadi tidak berkembang, hal ini sejalan dengan perkembangan bursa/pasar modal Indonesia. Namun para praktisi pasar modal menyakini bahwa pada tahun-tahun mendatang pasar modal akan kembali menjadi “kendaraan ekonomi” yang penting dan “boom” kembali.

Tabel 1.1.1 menunjukkan perolehan keuntungan investasi melalui pasar saham, SBI, kurs dollar, deposito, maupun emas serta reksadana.

UPT-PUSTAK-UNDIP

Tabel 1.1.1.  
Keuntungan Dalam Berbagai Instrumen Investasi 1995-1999  
(dalam persen)

Tahun	SBI	Kurs dollar	IHSG (saham)	Emas	Deposito 3 bln	Reksa Dana
1995	11,76	4,68	9,41	2,97	26,93	-
1996	12,26	3,15	24,05	7,12	29,27	6,98
1997	17,38	48,75	-36,98	43,63	22,15	-16,38
1998	37,84	142,06	-0,91	87,50	36,06	25,52
1999*	12,70	-10,11	65,03	-13,33	25,73	68,00

\*)sampai dengan November 1999

Sumber : Harian Bisnis Indonesia dan Bank Indonesia, diolah

Dari tabel diatas dapat dilihat bahwa pada tahun 1995 dan 1996, deposito memberikan *return* yang lebih besar bila dibandingkan dengan instrumen-instrumen investasi lainnya. Pada tahun 1996, reksadana mulai dikenalkan di Indonesia oleh P.T. Danareksa sebagai pelopornya. Pada tahun pertamanya reksadana mampu memberikan *return* sebesar 6,98%. Pada tahun 1997 *return* investasi pada kurs dollar menempati peringkat pertama. Hal ini disebabkan karena pada pertengahan tahun 1997 krisis moneter mulai melanda Asia termasuk Indonesia dengan ditandai melemahnya mata uang regional terhadap “*greenback*” (US dollar). Pada saat yang sama investor saham mengalami kepanikan yang luar biasa sehingga terjadi aksi jual besar-besaran yang menyebabkan pasar saham memberikan *return* negatif terbesar pertama. Penurunan ini berimbas pula pada reksadana yang menempati peringkat *return* negatif terbesar kedua. Penurunan reksadana ini hampir sama penyebabnya dengan penurunan di pasar saham dimana para pemegang unit penyertaan melakukan *redemption* besar-besaran. Krisis moneter ini terus berlangsung hingga akhir tahun 1998, nilai tukar dollar terus membumbung sehingga memberikan *return* yang sangat besar bagi pada pemegangnya. Bersamaan dengan itu



investasi pada emas memberikan *return* kedua terbesar sebagai imbas dari naiknya nilai tukar dollar. IHSG mengalami penurunan tipis (-0,91%) tetapi reksadana mampu memberikan keuntungan, berinvestasi pada IHSG artinya jika investor menginvestasikan uangnya pada saham secara keseluruhan maka akan memperoleh kerugian sebesar 0,91%. Pada tahun 1998, SBI dan deposito mengalami peningkatan sebagai salah satu instrumen bank sentral untuk mengendalikan nilai tukar rupiah. Pada tahun 1999, reksadana saham memberikan *return* yang terbesar bila dibandingkan dengan instrumen investasi lainnya, disusul oleh saham sebagai pemberi *return* terbesar kedua. Keberhasilan pelaksanaan Pemilu dan Sidang Umum MPR pada tahun 1999 membuat ekonomi mulai pulih dan iklim investasi mulai membaik. Suku bunga deposito dan SBI mulai menurun dan nilai tukar rupiah mulai menguat terhadap dollar. Keterkaitan antara *return* saham dengan reksadana sangat kuat karena salah satu instrumen portofolio reksadana adalah saham.

Seorang investor yang rasional akan menginvestasikan dana yang dimilikinya ke dalam investasi yang memberikan tingkat *return* yang maksimum. Namun karena investasi yang dilakukan mengandung unsur ketidakpastian, maka investor juga harus mempertimbangkan faktor resiko (*risk*). Strategi yang sering digunakan untuk menghindari resiko rugi, terlebih dalam kondisi investasi yang beresiko seperti di Indonesia, adalah membentuk portofolio. Portofolio menurut Robert Ang (1997) adalah kumpulan dari instrumen investasi yang dibentuk untuk memenuhi suatu sasaran umum investasi. Sasaran umum portofolio yaitu untuk memperkecil resiko unsistematik yang timbul atas dipilihnya suatu investasi. Agar portofolio yang dibentuk mencapai hasil yang optimal diperlukan analisis yang panjang termasuk dari sisi makro ekonomi, mikro ekonomi, sektor industri serta emiten melalui suatu serial keputusan investasi yang rumit

yang tidak dapat dilakukan oleh kebanyakan investor pada umumnya. Kesulitan investor individu untuk membentuk portofolio yang optimal menjadi salah satu alasan lahir dan berkembangnya instrumen investasi alternatif/tak langsung yaitu reksadana.

Reksadana melalui manajer investasinya menawarkan kemudahan-kemudahan bagi investor yang ingin berinvestasi di pasar modal tapi lemah dalam menganalisis pasar modal, atau bagi investor yang sangat sibuk dengan pekerjaannya sehari-hari dan tidak mungkin untuk mengamati perkembangan harga-harga saham setiap saat; atau juga bagi investor yang memiliki dana yang tidak terlalu besar namun ingin memperoleh penghasilan dengan resiko yang tidak terlalu besar. Bagi investor yang termasuk kategori diatas, reksadana dapat menjadi alternatif instrumen yang sangat tepat untuk mengatasi keterbatasan-keterbatasan investor.

Sejauh ini keterbatasan investor dapat ditanggulangi oleh reksadana, namun makin beragam dan merebaknya perusahaan pengelola reksadana di Indonesia, tak urung menimbulkan persoalan baru bagi investasi secara khusus dan pasar modal secara umum (Manurung, 1999). Dengan adanya reksadana ini maka dibutuhkan pengetahuan portofolio dan sumber daya untuk mengelola portofolio tersebut. Reksadana akan diminati oleh investor bila reksadana tersebut dapat menghasilkan tingkat pengembalian yang lebih tinggi dari tingkat pengembalian alternatif investasi lainnya. Reksadana dapat memberikan tingkat pengembalian yang tinggi bila dikelola oleh manajer investasi yang mempunyai pengetahuan cukup baik dan berpengalaman.

*Return* dan resiko dari produk-produk reksadana menarik untuk dikaji karena selama ini reksadana dianggap mampu memberi akses jasa investasi kepada para investor individu sama baiknya dengan jasa investasi yang diberikan kepada investor institusi.

Meskipun dengan jumlah investasi awal yang minimum, para investor individu dapat berpartisipasi di pasar saham, pasar obligasi maupun pasar uang dengan memanfaatkan pengalaman profesional serta keahlian para manajer investasi yang didukung sepenuhnya oleh tim riset dan analisisnya. *Return* yang diperoleh dari reksadana diharapkan lebih besar dari *return* portofolio yang dilakukan oleh investor secara langsung karena adanya pertimbangan sebagai berikut: reksadana dikelola oleh manajer investasi yang profesional, “*capable*” dibidangnya, yang selalu mengikuti perkembangan keadaan pasar, dan memiliki akses akan informasi terbaru.

Dalam kesempatan ini yang dipilih adalah produk reksadana KIK (Kontrak Investasi Kolektif) bentuk saham (selanjutnya disebut reksadana saham), karena reksadana saham pada dasarnya merupakan portofolio saham yang dilakukan oleh manajer investasi, sehingga hasilnya dapat dibandingkan dengan portofolio LQ45 yang juga merupakan portofolio saham yang dilakukan sendiri secara langsung oleh investor.

Penelitian ini hendak membandingkan hasil *return* dan resiko yang didapat dari 21 reksadana saham dengan hasil *return* dan resiko dari portofolio yang dibentuk menggunakan metode indeks tunggal/*Single Index Model* (Elton dan Gruber, 1995). Model indeks tunggal dipilih untuk portofolio saham karena kesederhanaannya untuk menentukan peringkat saham dalam batas efisien atau optimal. Model indeks tunggal pada dasarnya adalah membentuk portofolio dari saham-saham yang memiliki nilai *ERB* (*excess return to beta*) lebih besar daripada nilai  $C_i$  (*cut off rate*-nya).

## 1. 2. Perumusan dan Pembatasan Masalah

### 1. 2. 1. Perumusan Masalah

Dari latar belakang yang ada, maka dapat dirumuskan permasalahan sebagai berikut: investor dalam memilih investasi di pasar modal menghadapi pilihan, berinvestasi dengan melakukan portofolio sendiri atau berinvestasi melalui reksadana, agar investasi yang dilakukannya mencapai *return* yang maksimal dengan resiko tertentu. Lebih lanjut, jika yang dipilih adalah investasi melalui reksadana saham, maka produk reksadana saham mana yang harus dipilih agar menghasilkan *return* yang maksimal tanpa mengabaikan faktor resikonya.

### 1. 2. 2. Pembatasan Masalah

Pemilihan investasi dengan melakukan analisis portofolio hanya didasarkan pada dua parameter saja yaitu *expected return* dan resiko masing-masing alternatif investasi. Portofolio/diversifikasi saham bertujuan untuk mengurangi resiko unsistematisnya saja dan perilaku investornya diasumsikan *risk averter* (tidak suka resiko).

## 1. 3. Tujuan Dan Kegunaan Penelitian

### 1. 3. 1. Tujuan Penelitian

Berikut ini adalah tujuan yang ingin dicapai dalam penelitian ini:

1. Menentukan *return* dan resiko dari portofolio saham yang dibentuk sendiri oleh investor secara langsung dengan pendekatan *Single Index*.
2. Menentukan *return* dan resiko dari reksadana saham, serta menyusun peringkat produk reksadana saham untuk menentukan produk reksadana

saham mana yang berpotensi memberi hasil (*return*) yang optimal bagi investor.

3. Membandingkan *return* dan resiko dari portofolio saham secara langsung (menggunakan *Single Index*) dengan *return* dan resiko yang diperoleh lewat reksadana saham.
4. Menentukan jenis investasi yang paling menguntungkan bagi investor.

### 1.3.2. Kegunaan Penelitian

Kegunaan dari penelitian ini adalah:

1. Sebagai acuan, penuntun dan memberikan rambu-rambu bagi investor yang akan melakukan investasi di pasar modal (BEJ) dan pada reksadana.
2. Memberikan kemudahan bagi investor baik investor lembaga maupun investor individu untuk berinvestasi secara sehat dan rasional.

## BAB II

### TELAAH PUSTAKA DAN HIPOTESIS

#### 2. 1. Telaah Pustaka

##### 2.1.1. Investasi dan Resiko Investasi

Pada kenyataannya, hampir semua investasi mengandung unsur ketidakpastian, investor tidak mengetahui secara pasti hasil yang diperoleh dari investasi yang dilakukannya. Dalam keadaan seperti itu dikatakan bahwa investor menghadapi resiko dalam investasi. Yang dapat dilakukan hanyalah memperkirakan berapa keuntungan yang diharapkan dari investasinya (*expected return*) dan seberapa jauh kemungkinan hasilnya nanti akan menyimpang dari yang diharapkan. Konsep *risk* dan *return* mempunyai peranan yang sangat besar karena perilaku investor seringkali didasarkan pada konsep ini. Seorang investor yang rasional akan menginvestasikan dana yang dimilikinya ke dalam investasi yang memberikan tingkat *return* yang maksimum dengan resiko tertentu, atau *return* tertentu dengan resiko minimum.

Menurut Jogiyanto (1998) resiko berinvestasi di pasar modal ada dua, yaitu resiko sistematis dan unsistematis. Resiko sistematis adalah resiko yang terjadi karena kegiatan-kegiatan diluar perusahaan, seperti inflasi, resesi atau kebijakan pemerintah, karena itu resiko ini tidak dapat dikurangi meskipun melalui diversifikasi investasi. Resiko unsistematis adalah resiko unik suatu perusahaan, misal ada hal buruk yang terjadi di suatu perusahaan namun dapat diimbangi dengan hal baik yang terjadi di perusahaan lain, karena itu resiko ini dapat dikurangi atau diperkecil melalui diversifikasi investasi (membentuk suatu kombinasi portofolio dari berbagai jenis investasi dengan tingkat

*return* dan resiko yang berbeda-beda dengan tujuan untuk memperoleh portofolio yang optimal). Poon, Taylor dan Ward (1992) melalui studi empirisnya mengemukakan bahwa diversifikasi saham mampu memperkecil tingkat resiko dan mencapai *return* yang maksimal dengan melakukan uji coba terhadap 10, 25, 50-100 saham untuk membentuk portofolio.

Investor dapat menggunakan sembarang saham yang *listing* di bursa sebagai anggota portofolionya, namun investor yang rasional akan menyusun portofolionya atas saham-saham yang aktif diperjualbelikan di bursa. Pada tanggal 24 Februari 1997, BEJ memperkenalkan suatu indeks baru yaitu Indeks LQ45. Indeks ini merupakan indeks bagi 45 saham yang tergolong paling aktif diperdagangkan. Indeks LQ45 khususnya bertujuan untuk menyediakan sarana yang obyektif dan terpercaya bagi analis keuangan, manajer investasi, investor dan pemerhati pasar modal lainnya dalam memonitor saham-saham yang aktif diperdagangkan, dari saham-saham anggota LQ45 diharapkan akan diperoleh suatu portofolio yang optimal.

### 2.1.2. Portofolio

Ada beberapa model yang dapat dipergunakan untuk membentuk portofolio saham yang optimal, misalnya model Markowitz, model ini menyusun portofolio dari saham-saham yang terletak di permukaan yang efisien (*efficient frontier*). Permukaan yang dimaksud disini adalah permukaan dari kurva yang terbentuk pada sumbu dua dimensi  $R_p$  (*return* portofolio) dan  $\sigma_p$  (resiko portofolio) dari berbagai alternatif investasi yang ada. Melalui model Markowitz, diharapkan akan terbentuk sebuah portofolio yang optimal, namun dalam penyusunannya, model tersebut membutuhkan banyak data, prosedur yang

rumit dan sulit untuk dilakukan dalam waktu yang singkat, dan model ini tidak memberikan cara untuk menghitung proporsi dana dari masing-masing anggotanya, hal ini menyulitkan bagi pengguna model untuk menyusun sebuah portofolio yang optimal.

Model lain yang dapat dipergunakan untuk membentuk portofolio yang optimal adalah *Single Index Model*, atau model indeks tunggal yang dikemukakan oleh William Sharpe (1963), Elton dan Gruber (1995). Model ini merupakan penyederhanaan dari model Markowitz. Kelebihan model ini dibanding model Markowitz adalah input yang diperlukan lebih sedikit, perhitungan yang dibuat jauh lebih sederhana dan proporsi investasi dari anggota portofolio sudah dapat ditentukan. Model indeks tunggal mengasumsikan bahwa pergerakan antar saham individu ini dikarenakan satu pengaruh atau indeks tunggal (Jogiyanto, 1998). Model ini mengasumsikan bahwa *return* sekuritas berkaitan hanya melalui respon umum terhadap pasar. Hal ini bisa dijelaskan dengan pengamatan sekilas terhadap saham-saham individu yang naik harganya ketika indeks pasar naik dan sebaliknya. Asumsi ini memiliki implikasi terhadap jumlah input untuk melakukan analisis portofolio yaitu jumlah input yang diperlukan menjadi lebih sedikit. Tanpa asumsi ini suatu lembaga investor yang memantau 150 sampai 250 saham (dengan rumus  $(N(N-1)/2)$ , dimana  $N$  adalah jumlah sekuritas yang diamati) memerlukan 11175 sampai 31125 input. Jumlah ini jauh melebihi jumlah input yang diperlukan jika asumsi *single index model* digunakan, yaitu antara 301 sampai 501 saja, dengan rumus  $(2.N+1)$ , dimana  $N$  adalah jumlah sekuritas yang diamati. Jumlah input yang lebih sedikit menyebabkan proses analisisnya menjadi lebih sederhana tanpa mengurangi kesahihan outputnya. Itulah sebabnya *single index model* menjadi model yang paling banyak digunakan diantara model-model analisis lainnya.



Pengguna *single index model* memerlukan sejumlah prosedur perhitungan dari sejumlah data sebagai input tentang struktur portofolionya. Untuk menambah keakuratan model maka yang digunakan adalah data-data historis dari saham-saham anggota LQ45. Saham yang masuk LQ45 merupakan saham-saham yang aktif diperdagangkan dan memiliki nilai kapitalisasi pasar terbesar (Agus S dan Sri Z, 1998).

Masing-masing saham LQ45 dicari tingkat *return*nya, tingkat *return* dapat dilihat dari deviden yang dibagikan dan capital gain saham dalam beberapa periode pengamatan. Setelah itu dicari koefisien beta masing-masing saham. Koefisien beta saham mencerminkan tingkat resiko masing-masing saham. Pattengill (1995) dalam penelitiannya telah membuktikan bahwa penggunaan beta adalah yang paling efisien sebagai pengukur resiko sistematis dalam berinvestasi. Setelah diketahui tingkat *return* saham dan koefisien beta dapat ditentukan *excess return to beta (ERB)* yang mencerminkan tingkat keuntungan yang mungkin dapat dicapai. Langkah selanjutnya untuk mendapatkan kandidat portofolio kuat, diperoleh dengan membandingkan antara *ERB* dengan *cut off rate (C<sub>i</sub>)*. *ERB* merupakan kelebihan *return* yang diterima suatu saham atau *return* dari *risk free asset* dibanding dengan sensitivitas *return* saham terhadap *return* pasar. *C<sub>i</sub>* merupakan perbandingan *varian return* pasar dengan sensitivitas *return* saham individu terhadap *variance error* saham. Saham yang memiliki *ERB* lebih besar dari *C<sub>i</sub>* dijadikan kandidat portofolio, sedang yang sebaliknya yaitu *C<sub>i</sub>* lebih besar dari *ERB* tidak diikutkan dalam portofolio.

### 2.1.3. Reksadana

Reksadana (*mutual fund*) menurut Robbert Ang (1997) adalah suatu institusi jasa keuangan yang menerima uang dari para pemodal yang kemudian menginvestasikan dana tersebut dalam portofolio yang terdiversifikasi pada efek atau sekuritas. Sebelum berinvestasi melalui reksadana, investor setidaknya harus mengetahui kinerja reksadana yang bersangkutan, karena di Indonesia belum terdapat indeks untuk merangking kinerja reksadana, maka kinerjanya diukur dengan *Sharpe Index*. *Sharpe Index* selain memperhitungkan faktor *return* juga memperhitungkan faktor resiko dalam menilai kinerja suatu portofolio.

### 2.1.4. Perkembangan Reksadana di Indonesia

Reksadana di Indonesia mulai berkembang pada tahun 1996 sejak diberlakukannya UU No.8 tahun 1995 tentang pasar modal. Berdasarkan bentuk hukumnya reksadana dapat dibagi dua yaitu reksadana bentuk perseroan dan reksadana bentuk KIK (Kontrak Investasi Kolektif). Perbedaan mendasar antara keduanya (Robert Ang, 1997) yaitu pada reksadana perseroan yang diperdagangkan/diterbitkan adalah saham sedang pada reksadana KIK (Kontrak Investasi Kolektif) yang diperdagangkan/diterbitkan berupa unit penyertaan. Reksadana perseroan dapat dibedakan atas dua jenis yaitu reksadana terbuka (*open-end investment company*) dan reksadana tertutup (*close-end investment company*), sedang reksadana KIK (Kontrak Investasi Kolektif) di Indonesia bersifat sebagai reksadana terbuka (Farid dan Siswanto, 1998). Selama perkembangannya hingga Maret 2000, ada 81 reksadana di Indonesia dimana 80 reksadana merupakan reksadana KIK (Kontrak Investasi Kolektif) yang terdiri dari 33 reksadana pendapatan tetap, 21 reksadana

saham, 21 reksadana campuran dan 5 reksadana pasar uang. Untuk reksadana perseroan tertutup di Indonesia hanya ada satu, yaitu BDNI Reksadana.

Sesuai tujuan penelitian maka yang dipilih adalah reksadana KIK basis saham. Berdasarkan data perkembangan NAB reksadana KIK selama tahun 1999, pertumbuhan NAB reksadana basis saham adalah yang tertinggi dibandingkan reksadana lainnya. Reksadana campuran mencatat keuntungan 52,9% setahun, reksadana pendapatan tetap tumbuh rata-rata 39%, pasar uang sebesar 21,76% sedangkan reksadana saham memberikan gain riil rata-rata 81,95% selama tahun 1999 (Sumber: Harian Bisnis Indonesia, Januari 2000).

## 2. 2. Penelitian Terdahulu

Penelitian Elton (1976) menyatakan bahwa *Simple Criteria For Optimal Portfolio Selection (SCFOPS)* dapat menjadi salah satu alternatif untuk menentukan peringkat saham dalam batas efisien. Inti pokok dari *SCFOPS* adalah pengakuan bahwa saham yang memiliki *ERB* terbesar merupakan pilihan terbaik bila dibandingkan dengan saham yang mempunyai *ERB* kecil. Dari pokok pikiran tersebut, *ERB* dapat digunakan untuk menyusun peringkat saham.

Bawazier dan Sitanggang (1994) melakukan penelitian untuk membentuk portofolio dengan membandingkan *ERB* yang merupakan kelebihan *return* atas tingkat keuntungan bebas resiko pada asset lain dengan *cut-off rate* ( $C_i$ ). Pemilihan sampel sahamnya berdasarkan analisis fundamental, yaitu omzet penjualan, laba perusahaan, total aktiva dan laba perlembar saham yang telah dicapai oleh sebuah perusahaan.

Agus Sartono dan Sri Zulaihati (1998) juga menggunakan model indeks tunggal untuk mencari portofolio yang optimal, namun sampelnya menggunakan saham-saham yang listing di BEJ dan termasuk anggota LQ45 selama lima periode berturut-turut yaitu sebanyak 25 saham. Penelitian dalam thesis ini merupakan replikasi dari formula Elton dan Gruber hanya saja sampel sahamnya menggunakan 45 saham yang masuk kategori LQ45 pada tiap periode pengamatan, periode pengamatannya mulai Oktober 1998-April 2000, jadi melewati 4 periode pergantian LQ45.

Studi ekstensif yang pertama dan sistematis dari reksadana dilakukan oleh Friend, Brown, Herman, dan Vickers (1962), mereka memperhitungkan 152 reksadana di USA dengan data tahun 1955-1958. Studi ini belum menyesuaikan *benchmark* portofolio karena belum ditemukannya beta, sehingga penulis menyesuaikan *return* pasar agar dapat dibandingkan dengan reksadana yang mereka pelajari.

Penelitian mengenai reksadana dan *return* juga dilakukan oleh Hendricks, Patel, dan Zeckhauser (1993) dan Goetzmann serta Ibbotson (1994) yang berpendapat bahwa *return* terakhir dari reksadana dapat digunakan untuk memprediksi *return* di masa depan. Namun hasilnya tidak konsisten dengan penemuan awal Jensen (1968) yang menyarankan bahwa investor dapat memperoleh *excess return* yang signifikan dengan membeli reksadana yang baik kinerjanya.

Judith Chevalier dan Glenn Ellison (1998) melihat reksadana dari sisi yang berbeda yaitu kinerja reksadana ada hubungannya dengan karakteristik manajer investasinya.

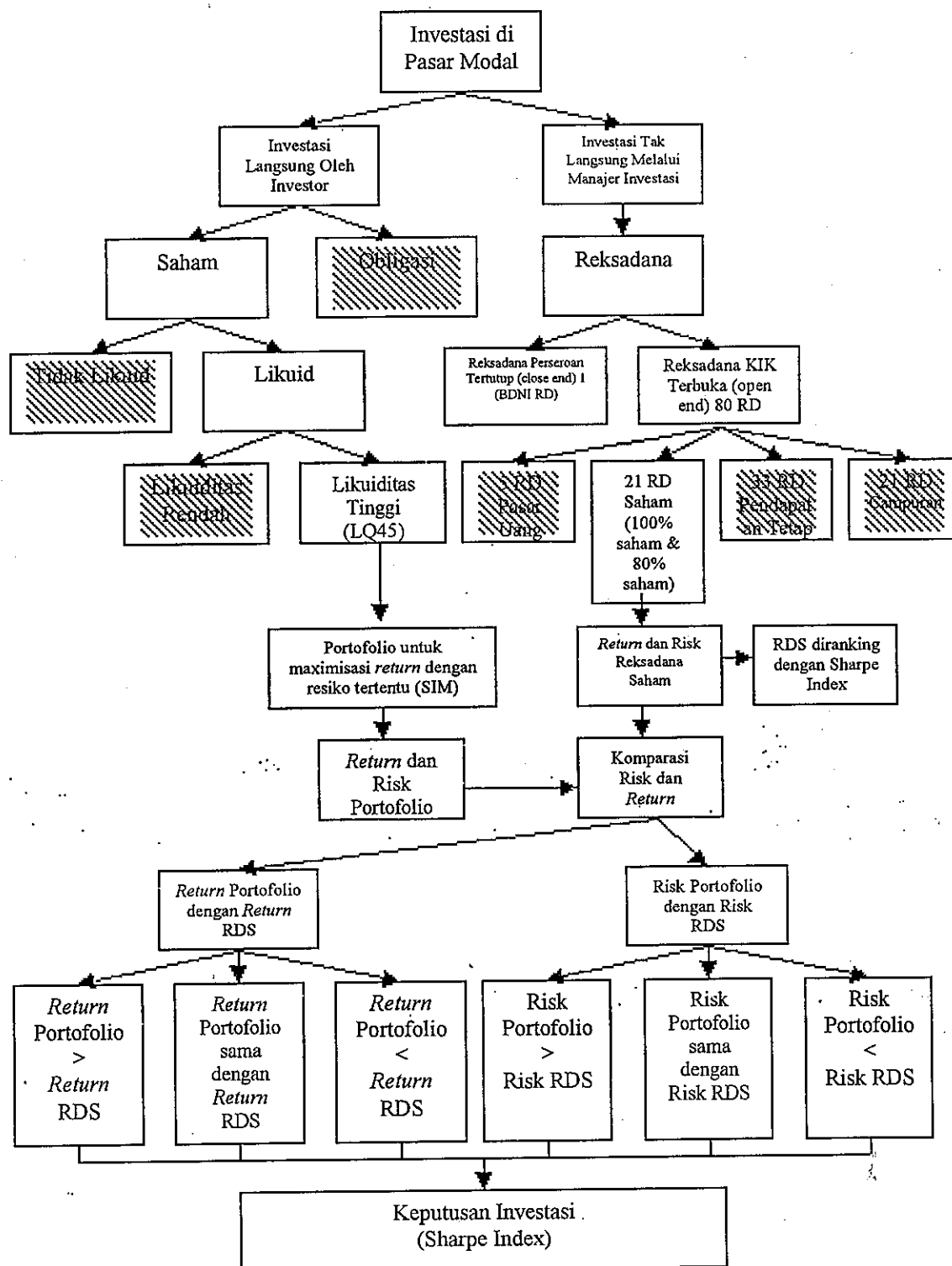
### 2. 3. Kerangka Pemikiran Teoritis

Investasi di pasar modal dapat dilakukan dengan 2 cara, yaitu investasi secara langsung oleh investor sendiri dan investasi tak langsung (melalui manajer investasi dengan produknya berupa reksadana). Untuk investasi secara langsung dapat dengan membeli saham atau obligasi di bursa. Saham di bursa ada yang likuiditasnya tinggi, ada yang likuiditasnya rendah. Dengan asumsi investornya adalah rasional, maka yang dipilih adalah saham berlikuiditas tinggi yaitu saham yang termasuk LQ45. Saham-saham anggota LQ45 lalu diportofolio menggunakan *single index model* dengan *return* bulanan untuk memaksimalkan keuntungan dengan resiko tertentu.

Investasi tak langsung dapat melalui manajer investasi, dengan produknya berupa reksadana. Reksadana yang dipilih adalah reksadana KIK (Kontrak Investasi Kolektif) yang berbasis saham. Kemudian dicari *return* bulanan dan resiko reksadana saham dari 21 reksadana saham yang ada lalu dirata-rata.

*Return* dan resiko yang diperoleh dari portofolio langsung, dikomparasikan dengan *return* dan resiko yang diperoleh dari reksadana saham, untuk membuktikan hipotesa penelitian. Selanjutnya, hasil komparasi dapat digunakan sebagai alat pengambilan keputusan dalam berinvestasi di pasar modal dan didukung pula dengan *Sharpe Index* untuk memilih investasi yang paling optimal.

Gambar 1.  
Bagan Kerangka Pemikiran Teoritis



#### KETERANGAN



Tidak digunakan  
dalam Analisis

RD : Reksadana  
RDS : Reksadana Saham

## 2. 4. Hipotesis

Berkaitan dengan masalah yang akan dibahas dalam penelitian ini, berikut akan disajikan hipotesis yang diajukan:

Ho<sub>1</sub> : tidak ada perbedaan *return* yang diperoleh melalui portofolio saham secara langsung (menggunakan *single index model*) dengan *return* yang diperoleh lewat reksadana saham.

Ha<sub>1</sub> : ada perbedaan *return* yang diperoleh melalui portofolio saham secara langsung (menggunakan *single index model*) dengan *return* yang diperoleh lewat reksadana saham.

Ho<sub>2</sub> : tidak ada perbedaan resiko yang diperoleh melalui portofolio saham secara langsung (menggunakan *single index model*) dengan resiko yang diperoleh lewat reksadana saham.

Ha<sub>2</sub> : ada perbedaan resiko yang diperoleh melalui portofolio saham secara langsung (menggunakan *single index model*) dengan resiko yang diperoleh lewat reksadana saham.

## BAB III

### METODE PENELITIAN

Metode penelitian yang digunakan dalam penelitian ini adalah *sensus*, karena semua anggota populasi menjadi obyek penelitian. Obyek penelitian pada penelitian ini adalah semua reksadana saham dan semua saham yang termasuk dalam LQ45 selama periode penelitian.

#### 3. 1. Jenis Dan Sumber Data

Untuk mencapai tujuan penelitian, maka diperlukan data-data yang relevan dengan masalah yang diteliti, maka berdasarkan cara perolehannya penelitian ini menggunakan data sekunder. Sumber data berupa daftar harga saham harian dan Indeks LQ45 dari PT. Bursa Efek Jakarta dan Nilai Aktiva Bersih (NAB) yang dipublikasikan melalui Harian Bisnis Indonesia selama periode penelitian yaitu mulai Oktober 1998 hingga April 2000.

#### 3. 2. Populasi

Populasi dalam penelitian ini adalah semua reksadana saham (21 reksadana saham) dan semua saham yang termasuk anggota LQ45. Penggunaan saham-saham LQ45 dianggap lebih menggambarkan pergerakan kondisi pasar dibandingkan IHSG. Menurut Husnan (1995) hal ini dikarenakan IHSG menggunakan pembobotan berdasarkan atas kapitalisasi seluruh saham. Dengan demikian saham-saham yang kurang aktif ikut mempengaruhi IHSG dan sebaliknya saham-saham berkapitalisasi besar akan sangat kuat pengaruhnya. Sehingga IHSG kurang mencerminkan pergerakan saham-saham yang aktif



atau likuid di pasar sekunder. Penelitian ini menggunakan seluruh data populasi, jadi tidak ada *samplingnya*.

### 3. 3. Metode Pengumpulan Data

Metode pengumpulan data yang dipakai adalah *nonparticipant observer*, dimana peneliti hanya mengamati data yang sudah tersedia tanpa ikut menjadi bagian dari suatu sistem data (Sekaran, 1992). Data yang dibutuhkan adalah data harga saham, data NAB dan data Indeks LQ45 yang diperoleh dari Harian Bisnis Indonesia. Untuk data harga saham, data Nilai Aktiva Bersih (NAB) dan data Indeks LQ45 menggunakan data harian (*time series*) selama periode penelitian yaitu Oktober 1998 hingga April 2000.

### 3. 4. Teknik Analisis

Teknik analisis yang digunakan untuk menjawab tujuan penelitian pertama adalah analisis kuantitatif dengan *single index model*. Model indeks tunggal yang digunakan mereplikasi dari model Elton dan Gruber (1995). Langkah-langkah yang harus ditempuh dalam model indeks tunggal untuk membentuk portofolio yang optimal adalah sebagai berikut:

Langkah pertama adalah mencari *return* saham pada periode- $t$  ( $R_{it}$ ) dengan formula (contoh kasus dapat dilihat selengkapnya pada lampiran 5):

$$R_t = \frac{P_t - P_{t-1}}{P_{t-1}} \quad \dots\dots (3.1)$$

dimana,  $P_t$  = harga saham pada periode  $t$

$P_{t-1}$ =harga saham pada periode  $t-1$

Penghitungan *return* ini tidak mengikutsertakan deviden untuk menghindari adanya *outlayers* pada hasil regresi betanya.

Untuk menghitung *return* pasar ( $R_{mt}$ ) digunakan kutipan dari Manurung (1997):

$$R_{mt} = \frac{I_t - I_{t-1}}{I_{t-1}} \quad \dots\dots\dots(3.2)$$

dimana,  $I_t$  = indeks pasar (LQ45) pada periode t

$I_{t-1}$  = indeks pasar (LQ45) pada periode t-1

Untuk menghitung resiko sistematis ( $\beta_i$ ), Elton dan Gruber (1995) menggunakan pendekatan pasar atau model indeks tunggal dengan persamaan berikut:

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{mt} + e_{it} \quad \dots\dots\dots(3.3)$$

dimana,  $R_{it}$  = *return* saham pada periode t

$\alpha_i$  = *intercept* yang merupakan suatu konstanta atau nilai yang tidak dipengaruhi oleh perubahan  $R_{it}$  maupun  $R_{mt}$

$\beta_i$  = resiko sistematis saham yang merupakan ukuran sensitivitas  $R_i$  terhadap  $R_m$

$e_{it}$  = *residual error* saham i pada periode t yang merupakan selisih antara  $R_{it}$  yang diharapkan dengan  $R_{it}$  riil

$R_{mt}$  = *return* pasar pada periode t

Setelah itu untuk mengetahui peringkat portofolio digunakan *excess return to beta* dengan formula:

$$ERB = \frac{R_i - R_f}{\beta_i} \quad \dots\dots\dots(3.4)$$

dimana,  $R_i$  = rata-rata *return* saham i

$R_f$  = *risk free* pada aset lain (suku bunga deposito 3 bulanan)

$\beta_i$  = resiko sistematis saham i

untuk memperoleh varians *residual error* ( $\sigma_{ej}^2$ ) saham i, formulanya:

$$\sigma_{ei}^2 = \frac{\sum e^2_i}{n} \quad \dots\dots\dots(3.5)$$

dimana,  $e_i^2$  = *residual error* dari saham i

n = jumlah periode pengamatan

setelah ERB diperoleh selanjutnya dibandingkan dengan *cut-off ratenya*, dengan formula *cut-off rate*:

$$Ci = \frac{\sigma_m^2 \sum_{j=1}^i \frac{(R_i - R_f) \beta_j}{\sigma_{ej}^2}}{1 + \sigma_m^2 \sum_{j=1}^i \left[ \frac{\beta_j^2}{\sigma_{ej}^2} \right]} \quad \dots\dots\dots(3.6)$$

dimana,  $\sigma_{ej}^2$  = jumlah varian dari saham i

$\sigma_m^2$  = varians pasar

$\beta_j$  = jumlah resiko sistematis saham

$\sigma_{ej}^2$  = jumlah varians dari *residual error* saham

$\beta_j^2$  = jumlah kuadrat resiko sistematis saham

Saham-saham yang memiliki *ERB* lebih besar dari Ci-nya diikutkan dalam penentuan portofolio optimal, selanjutnya menghitung nilai Zi digunakan formula:

$$Z_i = \frac{\beta_i}{\sigma_{ei}^2} \left[ \frac{R_i - R_f}{\beta_i} - C^* \right] \quad \dots\dots\dots(3.7)$$

dimana,  $C^*$  = *cut-off rate* tertinggi

Setelah itu proporsi dana yang akan diinvestasikan pada masing-masing saham yang menjadi kandidat portofolio dapat dihitung dengan formula :

$$X_i = \frac{Z_i}{\sum_{\text{included}} Z_j} \quad \dots\dots\dots(3.8)$$

dimana,  $X_i$  = proporsi dana yang akan diinvestasikan pada saham I

Untuk memperoleh portofolio yang optimal diperlukan menghitung *return* portofolio ( $R_p$ ) dengan rumus:

$$R_p = \sum_{i=1}^N X_i R_i \quad \dots\dots\dots(3.9)$$

$X_i$  = proporsi investasi pada saham i

$R_i$  = rata-rata *return* saham i

sedangkan resiko sistematis portofolio ( $\beta_p$ ) dihitung dengan rumus:

$$\beta_p = \sum_{i=1}^N X_i \beta_i \quad \dots\dots\dots(3.10)$$

dimana,  $\beta_i$  = resiko sistematis saham i

$X_i$  = proporsi investasi pada saham i

dan menghitung *covariance* portofolio ( $\sigma_p$ ) dengan formula:

$$\sigma_p = \beta_p \sigma_m \quad \dots\dots\dots(3.11)$$

dimana,  $\beta_p$  = resiko sistematis portofolio

$\sigma_m$  = *covariance* pasar

*Return* dan resiko portofolio dicari secara bulanan, sehingga selama periode penelitian akan diperoleh 18 data rata-rata *return* bulanan dan 18 data rata-rata resiko bulanan.

Untuk menjawab tujuan penelitian kedua digunakan analisis kuantitatif dan formula untuk menghitung *return* reksadana pada setiap periodenya yaitu:

$$R_t = \frac{NAB_t - NAB_{t-1}}{NAB_{t-1}} \dots\dots\dots(3.12)$$

dimana,  $R_t$  = *return* pada periode t

$NAB_t$  = nilai aktiva bersih pada periode t

$NAB_{t-1}$  = nilai aktiva bersih pada periode t-1

*Return* reksadana saham yang dihitung disini adalah *return* rata-rata reksadana saham bulanan selama periode penelitian, yang nantinya akan dibandingkan dengan *return* bulanan portofolio hasil bentukan *Single Index Model* selama periode penelitian, hal yang sama dilakukan juga terhadap faktor resikonya. Pemingkatan produk reksadana saham dapat dilakukan dengan *Sharpe Index*:

$$S_t = \frac{r_t - r^*}{\sigma_t} \dots\dots\dots(3.13)$$

dimana,  $S_t$  = *Sharpe Index*

$r_t$  = rata-rata *return* pada reksadana saham t

$r^*$  = *riskless rate of interest*

$\sigma_t$  = deviasi standar/resiko reksadana saham t

Untuk menjawab tujuan ketiga dilakukan komparasi *return* dan resiko dari portofolio hasil bentukan *Single Index Model* dan reksadana saham, secara statistik menggunakan uji beda dua rata-rata (*Paired Sample T-Test*) untuk menguji hipotesis yang telah ditetapkan. Pengujian *return* dan resiko selama periode penelitian termasuk *sample* kecil (kurang dari 30), pengujian ini dilakukan dengan asumsi observasi dari tiap populasi berada pada keadaan yang sama, dalam hal ini

portofolio menggunakan *Single Index Model* dapat dibandingkan dengan reksadana saham yang juga merupakan portofolio saham. Asumsi lainnya, data yang digunakan harus terdistribusi secara normal, varian dari tiap variabel boleh sama, boleh juga tidak sama. Sehingga dalam penelitian ini asumsi awal yang digunakan adalah varian dari tiap variabel adalah sama sehingga deviasi standar populasi portofolio ( $\sigma_1$ ) sama dengan deviasi standar populasi reksadana saham ( $\sigma_2$ ), dengan *confidence interval* 95%, nilai uji-t dapat juga dihitung dengan formula Wonnacott (1985):

$$S_p^2 = \frac{\sum (x_{i1} - \bar{x}_1)^2 + \sum (x_{i2} - \bar{x}_2)^2}{n_1 + n_2 - 2} \quad \dots\dots\dots(3.14)$$

$$S_p = \sqrt{\frac{\sum (x_{i1} - \bar{x}_1)^2 + \sum (x_{i2} - \bar{x}_2)^2}{n_1 + n_2 - 2}} \quad \dots\dots\dots(3.15)$$

$$t_{\text{hitung}} = \frac{\bar{x}_1 - \bar{x}_2}{t_{0,025} S_p \sqrt{\frac{1}{n_1} + \frac{1}{n_2}}} \quad \dots\dots\dots(3.16)$$

dimana,  $n$  = jumlah sampel

$S_p^2$  = varians gabungan sampel

$\bar{x}_1 - \bar{x}_2$  = selisih nilai rata-rata sampel

$x_i$  = sampel ke-i

$\bar{x}_1$  = nilai rata-rata sampel

setelah diperoleh t-hitung hasilnya lalu dibandingkan dengan t-tabel, bila

$t\text{-hitung} > t\text{-tabel}$  maka berarti signifikan sehingga hipotesis nol yang diajukan ( $H_0$ ) ditolak.

Untuk menjawab tujuan keempat yaitu pengambilan keputusan dari berbagai alternatif investasi, tanpa mengabaikan faktor resiko, digunakan indeks Sharpe untuk memilih investasi yang paling efisien/optimal, dengan rumus:

$$S_t = \frac{r_t - r^*}{\sigma_t} \quad \dots\dots\dots(3.17)$$

dimana,  $S_t$  = Sharpe Index

$r_t$  = rata-rata *return* pada portofolio t

$r^*$  = *riskless rate of interest*

$\sigma_t$  = deviasi standar/resiko portofolio t

UPT-PUSTAK-UNDIP

## BAB IV

### GAMBARAN UMUM OBYEK PENELITIAN

#### 4. 1. Indeks Harga Saham

Indeks harga saham merupakan salah satu indikator utama yang menggambarkan pergerakan harga saham. Saat ini ada 4 indeks yang dikenal di BEJ, yaitu:

1. Indeks harga saham gabungan (IHSG) merupakan suatu nilai yang digunakan untuk mengukur kinerja saham yang tercatat di suatu bursa efek. Indeks ini menggunakan semua saham yang tercatat di BEJ sebagai komponen penghitungan indeks. IHSG mulai diperkenalkan tanggal 1 April 1983 dan dihitung mundur dari tanggal 10 Agustus 1982 sebagai hari dasar penghitungan dengan nilai dasar 100. Penghitungan mundur ini dimaksudkan agar diperoleh data historis yang cukup panjang. Jumlah saham yang masuk penghitungan IHSG pada awalnya sebanyak 13 saham dan hingga sekarang telah mengalami perkembangan sejalan dengan makin banyaknya perusahaan yang terdaftar/*listing* di BEJ.
2. Indeks sektoral adalah sub indeks dari IHSG. Semua saham diklasifikasikan ke dalam 9 sektor menurut klasifikasi industri yang disebut *JASICA (Jakarta Stock Exchange Industrial Classification)*, yaitu (1) pertanian; (2) perdagangan; (3) industri dasar dan kimia; (4) aneka industri; (5) industri barang konsumsi; (6) properti dan *real estate*; (7) transportasi dan infra-struktur; (8) keuangan; (9) perdagangan, jasa dan investasi.
3. Indeks Harga Saham Individual (IHSI) merupakan indikator perubahan harga suatu saham dibandingkan harga perdananya. Setiap saham yang dicatatkan perdana, indeks individualnya adalah 100. Indeks ini (IHSI) diperkenalkan bersamaan dengan IHSG.



4. Indeks LQ45 adalah indeks yang menggunakan 45 saham terpilih yang memenuhi kriteria tertentu, kriteria ini ditetapkan oleh BEJ. Indeks LQ45 terdiri dari 45 saham yang telah terpilih setelah melalui beberapa kriteria pemilihan sehingga akan terdiri dari saham-saham dengan likuiditas (*Liquid*) dan kapitalisasi pasar yang tinggi. Indeks LQ45 mulai diperkenalkan tanggal 27 Februari 1997 dan dihitung mundur dari tanggal 13 Juli 1994 sebagai hari dasar, dengan nilai dasar 100.

Pembobotan dalam penghitungan Indeks LQ45 sama penghitungannya dengan IHSG dan Indeks Sektoral, dengan penghitungan sebagai berikut:

$$\text{IndeksLQ45} = \frac{\text{NilaiPasar}}{\text{NilaiDasar}} \times 100$$

Nilai dasar yang dimaksud adalah nilai pasar pada hari dasar (Sartono dan Zulaihati, 1998). Untuk seleksi awal digunakan data pasar dari Juli 1993–Juni 1994, sehingga memiliki data historis yang cukup panjang. Hasilnya terpilih 45 emiten yang mengcover 72% dari total kapitalisasi pasar dan 72,5% nilai transaksi di pasar reguler.

Untuk dapat masuk dalam indeks LQ45, suatu saham harus memenuhi kriteria tertentu dan melewati seleksi utama, sebagai berikut:

1. Masuk dalam peringkat 60 terbesar dari total transaksi saham di pasar reguler (rata-rata nilai transaksi selama 12 bulan terakhir).
2. Peringkat berdasarkan kapitalisasi pasar (rata-rata kapitalisasi harian selama 12 bulan terakhir).
3. Telah tercatat di BEJ minimum 3 bulan.
4. Keadaan keuangan perusahaan dan prospek pertumbuhannya, frekuensi dan jumlah hari perdagangan transaksi pasar reguler.

BEJ terus memantau perkembangan komponen saham yang masuk dalam penghitungan Indeks LQ45. Setiap tiga bulan sekali akan dilakukan *review* pergerakan peringkat saham-saham yang digunakan dalam penghitungan Indeks LQ45. Penggantian saham akan dilakukan setiap enam bulan sekali, yaitu setiap awal bulan Februari dan Agustus. Data saham-saham yang masuk dalam Indeks LQ45 selama periode penelitian dapat dilihat pada Lampiran 1.

Apabila terdapat saham yang tidak memenuhi kriteria lagi, maka saham tersebut harus dikeluarkan dari perhitungan indeks dan digantikan dengan saham lainnya yang memenuhi kriteria. Untuk menjamin kewajaran (*fairness*) pemilihan saham, BEJ memiliki komisi penasehat yang terdiri dari akademisi dan profesional di bidang pasar modal yang *independen*.

#### 4. 2. Reksadana

Reksadana dinyatakan sebagai jembatan emas bagi masyarakat untuk ikut bermain di bursa efek. Masyarakat kini mulai tertarik dengan cara-cara berinvestasi yang lebih aman dan memberikan tingkat pengembalian yang relatif lebih tinggi, dua tuntutan ini tampaknya dapat terpenuhi melalui reksadana (Elvira dan Fiteriyanto, 1997).

Reksadana mulai berkembang pada 1996 sejak diberlakukannya Undang-Undang No 8 tahun 1995 tentang pasar modal. Keberadaan reksadana sebenarnya telah mulai sejak diaktifkannya kembali pasar modal Indonesia, tepatnya 10 Agustus 1977, meskipun saat itu belum ada peraturan khusus mengenai reksadana. Pada tahun 1990, barulah pemerintah Indonesia mengeluarkan SK Menkeu Nomor 1548 yang intinya mengizinkan pelaku pasar

modal untuk menerbitkan reksadana walaupun masih terbatas bagi reksadana berbentuk perseroan yang bersifat tertutup (*close end fund*). Reksadana tertutup pertama dan satu-satunya reksadana tertutup di Indonesia adalah BDNI Reksadana, didirikan tahun 1995 dan mulai efektif tanggal 7 September 1995. BDNI Reksadana menawarkan 600 juta saham dengan harga Rp 500,00 dimana nilai nominalnya sebesar Rp 500,00 per saham pada September 1995. Ketika reksadana ini pada hari pertama dicatatkan di BEJ pada tanggal 16 Oktober 1995, harga yang terjadi tidak dapat melebihi harga perdananya/*IPO* (*Initial Public Offering*) dan harga penutupannya turun sebesar Rp 75,00. Pada sisi lain Nilai Aktiva Bersih (NAB) dari BDNI Reksadana tersebut senilai Rp 503,54 atau lebih tinggi dari harga transaksi pada hari tersebut. Hal ini menunjukkan bahwa harganya di pasar selalu dibawah NABnya. Namun untuk reksadana terbuka, harga perdagangannya sama dengan harga NABnya (Manurung, 1999). Sejalan dengan diefektifkannya UU No 8 tahun 1995, maka pemerintah mulai mengizinkan reksadana yang bersifat terbuka (*open end fund*). Sejak reksadana pertama diluncurkan tanggal 16 Oktober 1995 hingga 31 Maret 2000, sudah ada 81 reksadana yang telah dioperasikan oleh para manajer investasi.

Secara umum reksadana bisa berbentuk Perseroan (PT) dan Kontrak Investasi Kolektif (KIK). Reksadana juga bisa bersifat tertutup atau terbuka, disebut tertutup jika sahamnya tidak bisa dijual kembali oleh pemodal kepada pihak perusahaan pengelola reksadana sedangkan pada reksadana terbuka, saham bisa dijual kembali kepada pihak perusahaan pengelola reksadana.

Reksadana KIK yang bersifat terbuka sangat mengundang animo masyarakat pemodal. Menurut Elvira dan Fiteriyanto (1997) ada sejumlah faktor yang menjadi daya tarik tersendiri bagi pemodal, salah satunya reksadana dinilai sebagai satu-satunya wadah

penempatan dana yang paling transparan, selain itu harga per unitnya dihitung oleh pihak ketiga yang independen (bank kustodian). Harga per unit ini dihitung dan dipublikasikan setiap hari, di samping itu pengawasan dilakukan oleh BAPEPAM (Badan Pengawas Pasar Modal) secara ketat. Demikian pula halnya dengan dana investasi yang dikelola oleh manajer investasi, dana itu diperiksa oleh auditor independen setiap enam bulan. Dibandingkan dengan reksadana berbentuk perseroan, reksadana KIK dianggap lebih sederhana, efektif dan praktis karena tidak perlu ijin Departemen Kehakiman, jadi cukup dengan mendaftar ke BAPEPAM. Reksadana KIK tidak perlu dipimpin oleh direksi, cukup dikendalikan oleh manajer investasi dengan kualifikasi tertentu yang telah memiliki ijin usaha dari BAPEPAM. Kelebihan-kelebihan itulah yang menjadi daya tarik utama dari produk reksadana KIK. Dalam waktu 17 bulan sejak reksadana KIK pertama diluncurkan, telah terdapat 69 reksadana. Total dana awal mencapai Rp 3,7 triliun dan berkembang menjadi Rp 5,7 triliun yang berasal dari 19.877 pemodal.

Hanya saja, karena krisis moneter yang melanda Indonesia dan wilayah Asia Tenggara, reksadana pun mengalami penurunan kinerja. Pada 8 Juli 1997, dimana tercapai titik IHSG tertinggi yaitu 740,833, reksadana, khususnya reksadana saham mencapai total nilai aktiva bersih (NAB) tertinggi yaitu Rp1,1 triliun. Namun, ketika bursa mengalami penurunan drastis akhir Oktober 1999, NAB dari reksadana saham ini pun melorot 60% menjadi Rp 433 miliar saja.

Reksadana KIK dapat dibagi empat kategori besar yaitu: reksadana pendapatan tetap, reksadana saham, reksadana campuran, dan reksadana pasar uang. Reksadana saham

memberikan hasil investasi antara 2%-4% per bulan, reksadana pendapatan tetap hasilnya sekitar 1%-1,5% per bulan, sedangkan reksadana pasar uang dan campuran memberi hasil sekitar 1%-2% per bulan.

Beberapa lembaga yang terlibat dalam mengelola reksadana adalah sebagai berikut:

1. Manajemen Reksadana.

Pada dasarnya reksadana merupakan *entity* ekonomi yang independen dan bisa berbentuk Perseroan Terbatas. Dewan Direksi bertanggung jawab atas jalannya perusahaan, mereka juga berwenang membuat kontrak-kontrak dengan institusi penunjang mekanisme reksadana.

2. Manajer Investasi.

Direksi reksadana pada umumnya tidak mengelola langsung asset perusahaan, tetapi melimpahkannya kepada manajer investasi. Melalui kontrak tertulis, diformulasikan aturan main reksadana secara komprehensif. Dewan Direksi tetap bertanggung jawab kepada pemegang saham atas kelangsungan dan prestasi reksadana tersebut. Kegiatan manajer investasi adalah manajemen portofolio (jual beli efek), analisa efek serta perdagangan (jual beli) efek dengan harga terbaik.

3. Kustodian.

Biasanya baik manajer investasi maupun perusahaan reksadana tidak memegang asset reksadana secara langsung, tetapi menitipkannya pada kustodian yang umumnya sebuah bank umum yang telah mendapat izin usaha sebagai bank kustodian dari BAPEPAM. Kustodian akan mengeksekusi perintah manajer investasi setelah sebelumnya terikat dengan perjanjian tertulis. KIK merupakan kontrak antara manajer investasi dengan bank kustodian. Disini peranan bank kustodian adalah mengikat

pemegang unit penyertaan atau investor dengan dana investasi yang dititipkan pada bank tersebut. Fungsi lain bank kustodian yaitu sebagai *transfer agent* yang mencatat seluruh pembelian dan *redemption* yang dilakukan oleh investor. Bank kustodian di Indonesia dipercaya oleh BAPEPAM untuk melaksanakan fungsi administrasi, yaitu menghitung NAB (nilai aktiva bersih) setiap jenis reksadana KIK pada setiap akhir hari bursa, yang selanjutnya diumumkan kepada investor.

Nilai reksadana ditentukan oleh Nilai Aktiva Bersih (NAB). Angka NAB dicari dengan membagi total investasi reksadana dengan total saham yang diterbitkannya. Surat reksadana pertama kali ditawarkan selalu dengan harga yang sesuai dengan NAB awal yaitu Rp 1000,00 dan harus ada investor yang menjadi sponsor sehingga dana yang terkumpul dari investor sponsor langsung bisa digunakan untuk investasi kembali sehingga ada penyerahan NAB (Ang, 1997).

Yang diperdagangkan pada reksadana KIK adalah unit penyertaan, saat investor membeli atau menjual kembali unit penyertaannya kepada manajer investasi (*redemption*), maka akan dikenai biaya transaksi yang besarnya bervariasi antara 0,5%-1,5% per tahun dari jumlah portofolionya (Ang, 1997). Masing-masing reksadana berbeda-beda dalam menetapkan besarnya biaya penjualan (*entry fee/selling fee*) dan penjualan kembali (*redemption fee/exit fee*), lihat tabel 4.2.1. Ada reksadana yang menetapkan *entry fee* kecil namun *exit fee*-nya besar dengan tujuan untuk mempertahankan investor agar tidak menjual kembali unit penyertaannya dalam waktu singkat, ada juga yang menetapkan *exit fee* 0%. Jika investor hendak pindah dari satu produk reksadana ke produk reksadana lain (dalam satu manajer investasi) maka investor hanya dikenakan biaya pengalihan atau *switching fee*, bahkan kadang-kadang ada manajer investasi yang memberlakukan gratis.

Tabel 4.2.1.  
Biaya-Biaya Transaksi Berbagai Reksadana Saham

Nama Reksadana saham	<i>Entry fee</i>	<i>Exit fee</i>
ABN AMRO Indonesia Dana Saham	1,5 %	2 %
Arjuna	0,5 %	1 %
Bahana Dana Prima	1,5 %	0 %
Bima	0,75 %	1 %
Bira Dana Saham	1,5 %	0 %
Indosurya Khatulistiwa	1 %	0,5 %
Billis Super Dinamika	1 %	0,25 %
Phinisi Dana Saham	2 %	1,25 %
Panin Dana Maksima	1 %	1 %
Rencana Cerdas	3 %	2 %
GTF Sejahtera	1 %	1 %
GTF Agresif	1 %	1 %
GTF Sentosa	1 %	1 %
BNI Reksadana Berkembang	0,5 %	0 %
Reksadana Megah Kapital	0,75 %	0 %
Danareksa Mawar	0,5 %	1 %
Danareksa Syariah	0,5 %	1 %
Nikko Saham Nusantara	0,5 %	1,5 %
Danamon GT Mega	1,5 %	0 %
Danamon GT Raya	2,2 %	0 %
BIG Nusantara	1 %	1 %

Sumber: Prospektus berbagai reksadana saham

Prosedur transaksi reksadana KIK adalah sebagai berikut: seorang investor yang ingin berinvestasi di reksadana KIK harus menghubungi manajer investasi yang mengeluarkan reksadana tersebut atau agen penjualannya, semua informasi tentang reksadana yang dikeluarkan dapat ditanyakan langsung kepada manajer atau agen penjualannya. Jika berminat, maka investor membayar ke nomor rekening yang disiapkan oleh bank kustodian, jadi investor tidak membayar kepada manajer investasi. Bukti transfer beserta formulir permohonan pembelian reksadana yang telah lengkap, diserahkan pada manajer investasi atau agen penjualannya. Selanjutnya pihak manajer investasi akan menghubungi bank kustodian untuk menerbitkan "surat konfirmasi" untuk investor. Jika investor hendak menjual kembali reksadana KIK yang telah dibeli, maka dapat

menghubungi manajer investasi atau agen penjualannya. Surat konfirmasi yang berisikan banyaknya unit penyertaan yang dimiliki diserahkan kepada manajer investasi untuk dijual/*redemption*. Selanjutnya manajer investasi akan memerintahkan bank kustodian untuk melakukan pembayaran sebesar yang dijual investor, langsung ke rekening investor sesuai NAB yang berlaku pada hari itu. Setelah itu manajer investasi akan memberikan tanda terima terhadap surat konfirmasi yang diserahkan oleh investor.

Ada beberapa keuntungan yang dapat diperoleh investor dengan berinvestasi melalui reksadana (Farid dan Siswanto, 1998), antara lain: dengan dana relatif terbatas investor dapat melakukan diversifikasi melalui manajer investasi yang ditunjuk, keuntungan lain terletak pada likuiditas, kemudahan dan keluwesan dalam berinvestasi, keterbukaan informasi, peningkatan *buying power*, dan perlindungan terhadap investor. Untuk melindungi investor, BAPEPAM telah mengeluarkan seperangkat peraturan perlindungan yang membatasi wewenang manajer investasi dalam mengambil keputusan. Antara lain manajer investasi tidak dapat membeli satu jenis saham melebihi 5% dari total modal disetor perusahaan tersebut. Manajer investasi juga tidak dapat membeli saham satu perusahaan lebih dari 10% dari nilai aktiva bersih pada saat pembelian.

Selain keuntungan, reksadana juga mengandung resiko yaitu: resiko penerimaan bunga hasil investasi yang sangat tergantung pada kepiawaian manajer investasi; resiko likuiditas yakni penjualan kembali sangat tergantung pada likuiditas portofolionya atau kemampuan manajer investasi untuk membeli kembali dengan uang tunai secepat mungkin; resiko terhadap perubahan kondisi ekonomi, politik dan peraturan, khususnya peraturan di bidang pasar uang dan pasar modal; resiko pertanggung jawaban kekayaan, jika bank kustodian mengasuransikan seluruh kekayaan reksadana lalu terjadi wanprestasi bagi



pihak terkait seperti manajer investasi, bank kustodian, pialang, maka kesemuanya itu dapat mempengaruhi nilai NAB reksadana.

Reksadana, khususnya reksadana saham berinvestasi terutama dalam saham-saham dengan portofolio bervariasi, tergantung pada sasaran/tujuan investasi reksadana tersebut. Ada beberapa tipe reksadana saham berdasarkan sasarannya, ada reksadana saham yang menekankan pertumbuhan, pendapatan maupun kombinasi dari keduanya. Reksadana saham dengan sasaran pertumbuhan adalah reksadana saham yang bertujuan mendapatkan penghasilan besar di masa mendatang (jangka panjang) karena adanya kenaikan/apresiasi nilai saham. Manajer investasi reksadana ini memasukkan lebih banyak resiko ke dalam suatu dana tertentu daripada yang lain karena mereka membeli saham di perusahaan yang baru berkembang. Reksadana saham dengan sasaran pendapatan adalah reksadana saham yang lebih mementingkan perolehan deviden atas investasi yang dilakukannya. Manajer investasi reksadana saham dengan sasaran pendapatan akan memilih saham-saham *blue chips* untuk komposisi portofolionya atau saham-saham yang secara historis dapat memberikan deviden tunai yang tinggi. Sedangkan, reksadana saham dengan sasaran kombinasi (pertumbuhan dan pendapatan sekaligus) adalah reksadana saham yang mampu memberikan kombinasi pendapatan kepada investor, baik pendapatan yang diperoleh melalui pembagian deviden maupun melalui kenaikan/apresiasi nilai saham. Perbedaan sasaran investasi masing-masing reksadana saham dapat dilihat lewat prospektus yang diterbitkan oleh masing-masing reksadana.

Berikut ini adalah daftar reksadana saham yang ada di Indonesia selama periode penelitian dan daftar manajer investasi yang mengelolanya beserta tanggal efektif mulai beroperasinya reksadana saham tersebut di Indonesia.

Tabel 4.2.2  
Daftar Reksadana Saham, Manajer Investasi dan Tanggal Efektif

No	Nama Reksa Dana	Manajer Investasi	Tanggal Efektif
1	Danareksa Mawar	PT Danareksa Fund Mgt	5 Juli 1996
2	Bahana Dana Prima	PT Bahana TCW Inv. Mgt	1 Agt 1996
3	BNI Reksa Dana	PT BNI Securities	30 Sept 1996
4	Bira Dana Saham	PT Bira Aset Manajemen	9 Des 1996
5	ABN AMRO Indonesia Dana Saham	PT ABN-AMRO Mgt. Investasi	16 Des 1996
6	BIG Nusantara	PT Bhakti Investama	26 Feb 1997
7	Arjuna	PT Penthasena Arthatama	4 Mar 1997
8	Bima	PT Penthasena Arthatama	4 Mar 1997
9	Reksa Dana Megah Kapital	PT Trimegah Securindolestari	19 Mar 1997
10	GTF Sejahtera	PT GTF Indonesia Aset Mgt	27 Mar 1997
11	Panin Dana Maksima	PT Panin Sekuritas	27 Mar 1997
12	Danamon GT Mega	PT Danamon GT Management	17 Apr 1997
13	Danamon GT Raya	PT Danamon GT Management	17 Apr 1997
14	Indosurya Khatulistiwa	PT Asjaya Indosurya Securities	4 Juni 1997
15	Danareksa Syariah	PT Danareksa Fund Mgt	25 Juni 1997
16	GTF Agresif	PT GTF Indonesia Aset Mgt	25 Juni 1997
17	GTF Sentosa	PT GTF Indonesia Aset Mgt	25 Juni 1997
18	Nikko Saham Nusantara	PT Nikko Securities Indonesia	26 Juni 1997
19	BILLIS Super Dinamika	PT BII Lend Lease Inv. Services	29 Juli 1997
20	Phinisi Dana Saham	PT Manulife Aset Manajemen	7 Agt 1998
21	Rencana Cerdas	PT Lippo Investama Management	8 Juli 1999

Sumber: Badan Pengawas Pasar Modal Indonesia, 2000.

## BAB V

### PEMBAHASAN DAN HASIL PENELITIAN

#### 5. 1. Portofolio Menggunakan *Single Index Model* Selama Periode Penelitian

Portofolio ini dibentuk berdasarkan perhitungan *Single Index Model* menggunakan 45 saham yang termasuk anggota LQ45 pada tiap-tiap periode penelitian. Saham-saham yang menjadi kandidat portofolio tiap bulannya (secara rinci) dapat dilihat pada Lampiran 2, lalu saham-saham hasil portofolio tersebut akan diterapkan pada kenyataannya, yaitu dengan menggunakan harga saham bulan berikutnya. Misalnya untuk saham-saham hasil portofolio bulan Oktober maka waktu menghitung *return* portofolionya menggunakan harga-harga saham pada bulan November, begitu seterusnya. Agar lebih akurat dan mendekati kenyataan di lapangan pada penghitungan *return* portofolionya maka biaya transaksi yang terjadi juga dimasukkan sehingga dihasilkan *return* portofolio terapan ( $R_p^*$ ), resiko portofolio terapan/covarian portofolio ( $\sigma_p^*$ ), dan resiko sistematis portofolio terapan ( $\beta_p^*$ ). Hasil dari portofolio yang sudah diterapkan ini secara rinci dapat dilihat pada Lampiran 3, sedangkan hasil dari portofolio yang sudah diterapkan secara garis besar dapat dilihat pada Tabel 5.1.1.

Tabel 5.1.1. menunjukkan bahwa *return* portofolio terbesar dicapai pada bulan Oktober 1998 yaitu sebesar 0,39874 atau 39,874% dari seluruh jumlah dana yang diinvestasikan. Variabilitas *return*nya dapat dilihat dari covarian portofolio terapannya yaitu sebesar 1,232522; covarian ini adalah resiko dari portofolio yang telah dibentuk menggunakan *Single Index Model*. Selain *return* portofolio dan resiko portofolio, dari hasil perhitungan menggunakan *Single Index Model*, juga didapatkan resiko sistematis

portofolio terapan, resiko sistematis portofolio terapan ini adalah resiko yang tidak dapat dikurangi meskipun telah dilakukan diversifikasi saham. Besarnya resiko sistematis portofolio terapan pada bulan Oktober 1998 adalah 0,0562; artinya jika *return* pasar berubah sebesar 1% akan mengakibatkan *return* portofolio berubah dengan arah yang sama sebesar 5,62% (nilai beta positif menunjukkan arah perubahan yang sama). *Return* portofolio tertinggi ini dicapai pada bulan Oktober 1998, hal ini dimungkinkan karena adanya kenaikan harga saham akibat mulai kembalinya investor asing menanamkan modalnya di Indonesia, sehingga terjadi pembelian saham dalam jumlah besar yang pada akhirnya turut mengangkat harga saham-saham di bursa. Pada bulan-bulan berikutnya *return* portofolionya menurun bila dibandingkan dengan *return* bulan Oktober 1998, hal ini dimungkinkan karena pasar melakukan konsolidasi (dalam hal ini penyesuaian pasar) dimana para pemegang saham biasanya melakukan aksi *profit taking* (mengambil keuntungan dengan menjual saham miliknya karena harga saham sedang tinggi).

Portofolio dari saham-saham LQ45 yang dibentuk menggunakan *Single Index Model* menghasilkan saham-saham yang belum tentu sama pada tiap bulannya karena belum tentu saham yang memiliki kinerja baik di bulan sebelumnya masih memiliki kinerja yang baik pada bulan berikutnya, bahkan kadang-kadang malah mengalami penurunan. Oleh sebab itu terjadi penyesuaian tiap bulannya, namun ada pula saham-saham yang masih tetap digunakan pada bulan-bulan berikutnya, hal ini karena saham tersebut masih memiliki kinerja baik.

Tabel 5.1.1.  
 Hasil Portofolio Setelah Diterapkan/Diaplikasikan  
 (Menggunakan *Single Index Model* Berdasarkan Elton dan Gruber, 1995)

Bulan	Nama saham	Total Zi	Return pf*	Covarian pf*	Beta pf*
Nov-98	KLBF, FISK, PSMD	4,29608	0,39874	1,232522	0,0562
Des-98	SMGR, MPPA, LPPS, ETWA, SMCB, PSMD, BBNI, LPLI, PNBNI	29,42041	(0,15138)	0,695538	0,011167
Jan-99	INDR, TKIM, INTP, BMTR, RALS, POLY	29,05674	(0,03446)	0,958621	0,042241
Feb-99	PNBN, LPLI, MPPA, BNII, LPBN	11,75219	(0,05932)	1,327100	0,01522
Mar-99	AALI	(9,97786)	(0,09524)	0,207000	5,76E-06
Apr-99	TLKM, POLY, BBNI, KLBF, MEDC, ASII, INDR, INCO, TKIM, RALS, SMGR, INKP, HMSP, LPLI, INDF, LSIP, TINS, MLIA	88,10614	0,30325	0,815814	0,024603
Mei-99	UNSP, TINS, RALS, TKIM, KIJA, MLIA, BHIT, MEDC, MYOR, ASII, INCO, POLY, AALI, KARW, GJTL, BMTR, BBNI, FISK, BNLI	(1.086,25100)	0,24156	0,704796	0,017983
Juni-99	TLKM	0,44506	0,05263	0,025730	0,000313
Juli-99	POLY	8,33286	(0,30000)	0,031040	0,000768
Agt-99	BHIT, KLBF	12,07334	0,05544	0,771427	0,015085
Sept-99	INDF, SMGR, INCO, TINS, INDR, ISAT, INKP	34,97047	0,00896	0,853904	0,022949
Okt-99	BRPT, LPBN, INDR, BDMN, LPLI, TINS, MYRX, INCO	36,31710	0,07760	0,750670	0,020503
Nov-99	JIHD, TSPC, BBNI, INDR, BNII	29,04776	(0,09909)	0,850712	0,011395
Des-99	INDF, GGRM, ASII, KLBF, ULTJ, MLIA, TSPC, BDMN, HMSP, BMTR, BNII, MEDC	87,15494	0,14589	1,173285	0,015253
Jan-00	KLBF, BMTR, MEDC, MYRX, MLPL, ISAT, RALS, JIHD, TSPC, INDR, LPLI	99,93296	(0,03875)	1,199770	0,026148
Feb-00	BRPT, SMCB, JIHD, BNLI, MEDC, LPLI, ULTJ, LPPS	17,47152	0,07725	1,387039	0,028662
Mar-00	ISAT, BDMN, MYOR, ASII, PNBNI, BMRA, MLPL, LSIP, BMTR, JIHD, MKDO	110,34973	0,02366	0,515903	0,010004
Apr-00	AALI, BDMN, INKP, GGRM, UNTR	38,02698	(0,11192)	1,485450	0,027268

Keterangan:

return pf\* : return portofolio terapan

covarian pf\* : resiko portofolio terapan

beta pf\* : resiko sistematis portofolio terapan

( ) : bernilai negatif

## 5. 2. *Return* dan Resiko Reksadana Saham Pada Periode Penelitian

Hasil *return* reksadana saham (Tabel 5.2.1) diperoleh dari penjumlahan *return* harian reksadana saham tersebut selama sebulan, lalu dibagi dengan jumlah hari perdagangan dalam bulan yang bersangkutan. Jadi selama periode penelitian yaitu 18 bulan, *return* dari masing-masing reksadana saham dapat dilihat pada Tabel 5.2.1. Sementara itu untuk menghitung resiko reksadana saham yang dipergunakan adalah standar deviasi reksadana saham tersebut selama satu bulan.

Berdasarkan Tabel 5.2.1. maka dapat dilihat bahwa pada bulan November 1998 hampir semua reksadana saham memiliki *return* positif. Hal ini disebabkan adanya faktor teknis pasar, dimana pasar akan mengalami kenaikan teknis setelah mengalami penurunan terus menerus. Penurunan yang terjadi pada bulan-bulan sebelumnya menyebabkan harga saham dipandang sudah murah sehingga investor dan manajer investasi berani kembali masuk pasar dengan membeli saham-saham. Akibat dari aksi beli ini, harga saham mengalami kenaikan dan kinerja reksadana saham pada bulan November 1998 mulai membaik, aksi beli terus berlangsung hingga bulan Desember. Untuk bulan November dan Desember, kenaikan saham-saham lebih disebabkan oleh adanya aksi *window dressing* yang dilakukan oleh para emiten dengan mengeluarkan laporan keuangan untuk mendongkrak harga sahamnya agar harga penutupan akhir tahun dapat lebih tinggi dari tahun sebelumnya. Hal ini didukung pula dengan data resiko reksadana saham yang dapat dilihat pada tabel 5.2.2. Berdasarkan tabel tersebut, dari kedua bulan di penghujung tahun 1998 yaitu bulan November dan Desember tahun 1998 ternyata bulan Desember 1998 memiliki resiko terbesar, hal ini disebabkan karena manajer investasi memanfaatkan

momentum ini untuk meningkatkan nilai investasinya sehingga untuk bulan November dan Desember, hampir semua reksadana saham memberikan *return* positif.

Pada bulan Januari 1999, semua reksadana saham memberikan *return* positif, hal ini disebabkan karena pada bulan Januari ini, manajer investasi biasanya menata kembali portofolio investasinya dan melakukan pembelian awal tahun. Sementara para emiten melakukan proyeksi laporan keuangan untuk tahun tersebut. Kenaikan yang biasa terjadi pada bulan Januari ini biasa disebut dengan *Januari Effect*.

Sementara bulan berikutnya yaitu bulan Februari 1999 terjadi aksi pelepasan saham secara selektif yang menyebabkan bursa berfluktuasi tajam dengan kecenderungan menurun. Hal ini berdampak langsung pada kinerja reksadana saham dimana terdapat reksadana saham yang dapat memberikan *return* positif namun ada pula yang memperoleh *return* negatif. Hal ini berlanjut hingga bulan Maret 1999, sehingga pada bulan Maret 1999 juga masih ditemukan kinerja reksadana saham yang berbeda-beda dengan resiko yang cukup rendah. Reksadana yang memberikan *return* positif merupakan reksadana yang dikelola dengan baik karena pada bulan-bulan ini tidak ada sentimen positif maupun negatif yang mampu menggerakkan pasar dan pergerakan pasar saham merupakan faktor teknis.

Pada bulan April 1999, bursa dunia mulai mengalami masa *bullish* dimana trend pasar saham adalah menaik dengan resiko yang moderat/sedang. Para investor dan manajer investasi mulai masuk ke pasar saham. BEJ juga mulai diserbu para investor asing sehingga hampir setiap hari terjadi *net buying* oleh investor asing. Masa *bullish* ini berlangsung hingga bulan Juli 1999. Dan khusus untuk BEJ, selain kenaikan harga saham

disebabkan oleh pasar yang *bullish* ternyata BEJ juga dipengaruhi oleh faktor kesuksesan pelaksanaan Pemilu yang juga dimenangkan oleh partai yang dipandang reformis.

Pada bulan Agustus 1999 hingga bulan Oktober 1999, investor kembali melepas saham-sahamnya karena investor cenderung mengambil sikap *wait and see* guna menghadapi Sidang Umum MPR yang diadakan pada akhir bulan September hingga pertengahan Oktober. Pada bulan-bulan ini bursa mengalami stagnasi dengan kecenderungan menurun, sehingga hampir semua reksadana saham mengalami penurunan NAB pada bulan-bulan menjelang Sidang Umum MPR akibatnya *return* yang diperoleh adalah negatif.

BEJ mulai marak setelah terdapat banyak berita-berita politik yang memberikan dampak positif seperti pemilihan presiden dan kesuksesan pelaksanaan Sidang Umum MPR. Hal ini terus berlanjut hingga bulan November 1999, sehingga semua reksadana saham memberikan *return* positif. Koreksi terhadap harga saham mulai muncul setelah terjadi kenaikan yang drastis di bulan November 1999, pada bulan Desember 1999 harga saham mulai terkoreksi namun dengan risiko yang lebih kecil dari bulan-bulan sebelumnya namun hal ini tetap berakibat pada penurunan NAB beberapa reksadana saham. Namun penurunan ini ternyata tidak terlalu tajam karena pada bulan Desember 1999 terjadi aksi *window dressing* oleh para emiten, dan manajer investasi selalu memanfaatkan hal ini untuk meningkatkan nilai investasinya.

Pada awal tahun 2000 yaitu bulan Januari 2000, terjadi kenaikan harga saham-saham karena kekacauan dalam bidang komputer (*Millenium Bug*) yang selama tahun 1999 sangat ditakuti oleh masyarakat tidak terjadi. Sehingga investor kembali melakukan



aksi beli saham dan otomatis NAB reksadana kembali mengalami peningkatan dengan resiko yang bervariasi.

Hal berbeda terjadi pada bulan-berikutnya, dimana terjadi penurunan harga saham yang disebabkan oleh faktor internal seperti tidak adanya kemajuan dalam bidang ekonomi semenjak kabinet baru dibentuk dan faktor eksternal seperti kejatuhan NASDAQ di Amerika Serikat akibat ambruknya perusahaan internet karena adanya euforia *dotcom*. Hal ini langsung berimbas ke bursa saham di Indonesia yang mengakibatkan terjadi penurunan harga-harga saham. Sebagai akibatnya hampir semua reksadana saham mengalami penurunan NAB sehingga menghasilkan *return* yang negatif. Resiko reksadana saham pada kedua bulan ini lebih tinggi bila dibandingkan dengan bulan-bulan sebelumnya.

Pada bulan April 2000, beberapa reksadana saham dapat memberikan *return* positif. Meskipun sangat kecil prosentasenya, namun hal ini merupakan suatu prestasi bagi manajer investasi reksadana saham yang bersangkutan karena pada bulan April 2000 ini resiko reksadana saham yang ada sangat bervariasi dari yang sangat besar hingga tingkat yang kecil.

Tabel 5.2.1

## RETURN REKSADANA SAHAM

BULAN	NAMA REKSADANA											GTF Sej	GTF Agre
	ABN Amro Dana Saham	Arjuna	Bahana Dana prima	Bima	Bira Dana Saham	Indosurya Khatulistiwa	BILLIS Super Dina	Phinisi Dana Saham	Patin Dana Maksima	Rencana Cerdas			
Nop-98	0,233%	0,336%	0,372%	0,276%	0,449%	0,380%	0,451%	0,488%	0,079%		0,341%	0,307%	
Des-98	1,310%	0,908%	1,662%	0,630%	1,039%	1,194%	1,662%	0,960%	1,185%		1,964%	2,176%	
Jan-99	0,260%	0,120%	0,190%	0,100%	0,146%	0,135%	0,328%	0,242%	0,073%		0,357%	0,263%	
Feb-99	-0,025%	0,107%	0,248%	0,225%	0,071%	-0,037%	-0,037%	0,124%	-0,104%		0,125%	0,301%	
Mar-99	0,001%	-0,002%	-0,016%	0,011%	-0,155%	-0,047%	-0,090%	-0,030%	-0,134%		-0,003%	-0,806%	
Apr-99	0,155%	0,083%	0,200%	0,173%	-0,005%	0,136%	0,124%	0,100%	-0,150%		0,067%	0,175%	
Mei-99	1,125%	0,589%	1,102%	0,711%	0,814%	0,906%	1,076%	0,955%	1,013%		1,326%	1,889%	
Jun-99	0,662%	0,559%	0,669%	0,555%	0,541%	0,502%	0,501%	0,539%	2,270%		0,762%	1,344%	
Jul-99	0,182%	0,465%	0,555%	0,309%	0,908%	0,318%	0,069%	0,220%	1,172%		0,513%	1,034%	
Agust-99	-0,227%	-0,175%	-0,703%	-0,158%	-0,110%	-0,548%	-0,321%	-0,250%	-0,018%	-0,349%	-0,198%	0,179%	
Sep-99	-0,199%	0,806%	-0,220%	-0,092%	-0,280%	-0,282%	-0,170%	-0,115%	-0,263%	-0,132%	-0,184%	0,007%	
Okt-99	-0,195%	0,018%	-0,155%	-0,089%	-0,086%	-0,180%	-0,145%	-0,126%	-0,189%	0,006%	-0,151%	-0,039%	
Nop-99	0,522%	0,306%	0,454%	0,311%	0,465%	0,509%	0,389%	0,306%	0,782%	0,730%	0,485%	0,643%	
Des-99	-0,123%	-0,060%	-0,097%	-0,156%	-0,214%	-0,236%	-0,234%	-0,178%	0,320%	-0,192%	0,039%	0,230%	
Jan-00	0,670%	0,454%	0,617%	0,477%	0,977%	0,416%	0,631%	0,606%	0,752%	1,077%	0,965%	1,272%	
Feb-00	-0,466%	-0,409%	-0,478%	-0,421%	-0,433%	-0,398%	-0,584%	-0,544%	-0,516%	-0,906%	-1,272%	-0,517%	
Mar-00	-0,494%	-0,531%	-0,450%	-0,392%	-0,445%	-0,231%	-0,491%	-0,539%	-0,559%	-0,523%	-0,545%	-0,494%	
Apr-00	0,001%	0,130%	0,207%	0,079%	-0,027%	0,082%	0,043%	0,087%	0,094%	-0,054%	-0,003%	0,074%	

Tabel 5.2.1  
RETURN REKSADANA SAHAM

BULAN	NAMA REKSADANA										Rata-rata Return
	GTF Sento	BNI Dana Berkem	Dana Megah K	Danareksa Mawar	Danarek Syariah	Nikko Saham	Danamon GT Mega	Danamon GT Raya	BIG Nusantara		
Nop-98	0,254%	0,396%	0,123%	0,334%	0,220%	0,228%	0,550%	0,434%	-0,438%	-0,103%	
Des-98	0,933%	1,818%	0,919%	1,263%	1,338%	2,387%	1,699%	0,952%	-0,306%	0,502%	
Jan-99	0,088%	0,790%	0,173%	0,158%	0,174%	-0,267%	0,520%	0,468%	0,242%	0,251%	
Feb-99	-0,213%	0,084%	0,244%	-0,090%	-0,193%	0,385%	0,005%	-0,568%	-0,339%	-0,182%	
Mar-99	-0,054%	-0,017%	-0,426%	-0,093%	-0,175%	-0,056%	-0,085%	-0,190%	-0,096%	-0,048%	
Apr-99	0,074%	0,178%	-0,063%	0,210%	0,121%	0,048%	-0,041%	-0,063%	0,010%	0,083%	
Mei-99	0,983%	1,214%	0,577%	0,800%	0,459%	0,790%	1,073%	1,740%	0,580%	0,852%	
Jun-99	1,274%	0,471%	1,360%	0,286%	-0,134%	1,828%	0,245%	1,598%	0,987%	0,825%	
Jul-99	0,552%	0,097%	1,260%	-0,214%	-0,119%	1,742%	0,829%	1,145%	0,808%	0,495%	
Agust-99	-0,249%	-0,396%	-0,392%	-0,394%	-0,600%	-0,572%	-0,336%	-0,172%	-0,088%	-0,157%	
Sep-99	-0,251%	-0,175%	-0,449%	-0,173%	0,167%	-0,257%	-0,469%	-0,527%	1,085%	0,443%	
Okt-99	-0,089%	-0,257%	-0,131%	-0,151%	-0,133%	-0,201%	-0,024%	0,140%	0,086%	-0,055%	
Nop-99	0,442%	0,904%	0,558%	0,414%	0,480%	0,676%	0,343%	0,705%	0,412%	0,467%	
Des-99	-0,127%	-0,065%	0,015%	-0,068%	-0,148%	-0,061%	-0,368%	0,041%	0,216%	0,047%	
Jan-00	0,791%	0,559%	0,799%	0,777%	0,888%	0,771%	0,449%	1,110%	0,753%	0,712%	
Feb-00	-0,629%	-0,012%	-0,072%	-0,594%	-0,346%	-0,278%	-0,423%	-1,962%	0,045%	-0,210%	
Mar-00	0,682%	-0,418%	-0,166%	-0,564%	-0,419%	-0,406%	-0,698%	1,863%	-0,029%	-0,262%	
Apr-00	-0,087%	0,138%	-0,025%	0,380%	0,405%	-0,060%	0,156%	-0,084%	0,129%	0,065%	

Tabel 5.2.2  
RESIKO REKSADANA SAHAM

BULAN	NAMA REKSADANA												
	ABN Amro Dana Saham	Arjuna	Bahana Dana prima	Bima	Bira Dana Saham	Indosurya Khatulistiwa	BILLIS Super Dina	Phinisi Dana Saham	Panin Dana Maksima	Rencana Cerdas	GTF Sej	GTF Agre	GTF Sento
Nop-98	2,971%	2,169%	3,914%	2,030%	2,103%	2,510%	4,309%	2,377%	2,349%		3,976%	3,946%	2,226%
Des-98	3,599%	2,895%	4,248%	2,728%	2,714%	3,183%	5,770%	2,881%	3,379%		5,021%	5,088%	3,677%
Jan-99	1,321%	0,630%	1,335%	1,211%	1,121%	1,133%	1,405%	1,042%	1,250%		1,291%	1,191%	0,612%
Feb-99	2,761%	1,559%	2,914%	1,821%	3,007%	2,007%	2,845%	2,339%	1,646%		2,557%	2,934%	1,689%
Mar-99	0,732%	0,442%	0,648%	0,512%	0,940%	1,125%	0,789%	0,594%	0,744%		0,700%	2,583%	0,405%
Apr-99	1,168%	0,694%	0,971%	0,683%	0,849%	0,432%	1,219%	0,874%	1,170%		0,936%	0,904%	0,381%
Mei-99	2,628%	1,095%	2,439%	1,469%	1,879%	1,890%	2,511%	2,249%	2,467%		3,236%	2,307%	1,620%
Jun-99	2,283%	1,507%	2,218%	1,647%	2,205%	2,343%	2,165%	2,006%	3,577%		2,213%	3,060%	2,615%
Jul-99	3,101%	1,505%	3,124%	2,037%	3,244%	3,603%	2,850%	2,826%	2,643%		3,596%	4,240%	2,276%
Agust-99	2,329%	1,459%	3,023%	1,511%	3,324%	2,007%	3,116%	1,796%	2,525%	3,232%	2,603%	2,783%	2,231%
Sep-99	2,171%	14,821%	1,939%	1,181%	1,969%	2,025%	1,749%	1,440%	1,870%	1,977%	2,020%	1,855%	1,678%
Okt-99	2,651%	1,620%	2,396%	1,629%	2,936%	2,376%	2,256%	1,908%	2,436%	2,958%	2,532%	2,365%	1,754%
Nop-99	3,013%	1,878%	2,924%	2,068%	2,969%	2,677%	2,822%	2,383%	2,961%	3,630%	2,801%	2,960%	2,684%
Des-99	1,119%	1,489%	1,217%	8,878%	1,846%	1,007%	1,118%	1,083%	1,683%	1,459%	1,579%	2,981%	1,265%
Jan-00	1,119%	7,992%	1,262%	1,406%	1,298%	1,109%	1,227%	1,073%	1,165%	1,658%	1,490%	1,874%	1,340%
Feb-00	2,052%	1,623%	2,011%	1,400%	2,577%	1,550%	2,310%	2,031%	1,778%	2,227%	3,798%	2,662%	2,344%
Mar-00	1,725%	1,539%	1,587%	1,516%	1,682%	1,631%	1,946%	1,844%	1,785%	2,048%	2,015%	1,930%	16,757%
Apr-00	1,639%	3,815%	5,655%	1,757%	1,657%	1,499%	1,938%	1,617%	1,599%	1,774%	2,150%	2,060%	1,216%

Tabel 5.2.2  
RESIKO REKSADANA SAHAM

BULAN	NAMA REKSADANA									Rata-rata Resiko
	BNI Dana Berkem	Dana Megah K	Danareksa Mawar	Danarek Syariah	Nikko Saham	Danamon GT Mega	Danamon GT Raya	BIG Nusantara		
Nop-98	3,927%	1,299%	3,321%	3,681%	3,099%	4,522%	2,047%	2,871%	2,921%	
Des-98	4,866%	2,098%	4,190%	4,376%	7,389%	4,614%	4,769%	6,429%	5,014%	
Jan-99	10,939%	0,738%	0,943%	0,873%	1,334%	1,533%	1,668%	1,472%	1,397%	
Feb-99	2,666%	1,788%	3,009%	3,571%	3,541%	2,708%	2,490%	1,712%	2,237%	
Mar-99	0,746%	0,691%	0,674%	0,759%	0,336%	0,943%	1,947%	0,617%	0,674%	
Apr-99	1,195%	1,058%	1,464%	0,825%	0,734%	1,013%	1,304%	1,598%	1,383%	
Mei-99	2,530%	0,968%	2,249%	0,720%	1,567%	2,576%	5,284%	0,897%	1,762%	
Jun-99	2,127%	2,711%	1,046%	0,590%	9,817%	2,168%	3,973%	1,348%	1,816%	
Jul-99	3,474%	2,017%	2,260%	2,757%	2,875%	2,863%	3,179%	1,286%	2,193%	
Agust-99	2,580%	2,331%	1,812%	1,678%	2,235%	2,516%	1,800%	1,522%	1,925%	
Sep-99	2,038%	1,658%	2,203%	7,691%	2,682%	1,758%	2,398%	1,828%	2,000%	
Okt-99	2,393%	1,619%	2,410%	2,609%	2,444%	2,170%	2,694%	1,017%	1,834%	
Nop-99	2,538%	2,633%	2,359%	2,422%	2,452%	3,948%	3,769%	1,866%	2,439%	
Des-99	0,851%	0,840%	0,877%	1,392%	1,318%	1,184%	2,788%	1,130%	1,124%	
Jan-00	0,976%	1,419%	4,639%	1,594%	2,051%	1,278%	1,564%	0,888%	1,004%	
Feb-00	2,603%	2,513%	2,129%	2,177%	2,031%	1,645%	7,864%	1,861%	1,957%	
Mar-00	1,329%	1,274%	1,828%	1,375%	1,846%	1,632%	9,565%	1,121%	1,423%	
Apr-00	1,728%	1,160%	8,803%	8,542%	1,715%	1,682%	2,102%	1,088%	1,363%	

### 5. 3. Uji Beda Dua Rata-Rata antara *Return* dan Resiko Reksadana Saham dengan

#### *Return* dan Resiko Portofolio Saham Menggunakan *Single Index Model*

Uji beda dua rata-rata (*Paired Sample T-test*) dilakukan untuk mengetahui ada tidaknya perbedaan *return* dan resiko secara statistik, antara reksadana saham dengan portofolio saham.

#### 5. 3. 1. Uji Beda Dua Rata-Rata antara *Return* Reksadana Saham dengan *Return*

##### Portofolio Saham Menggunakan *Single Index Model*

Tabel 5.3.1.

Hasil Uji Beda Dua Rata-Rata antara *Return* Reksadana Saham dengan *Return* Portofolio Saham Menggunakan *Single Index Model* Setelah Diaplikasikan

<i>Paired Sample Test</i> antara :	$(\bar{x}_1 - \bar{x}_2)$	t	Df	Sig.(2-tailed)
Rata-rata <i>return</i> reksadana saham dengan <i>return</i> portofolio	-0,0187	-0,467	17	0,647

Sumber : Hasil Olah Data dengan SPSS Windows 8.5

Hasil *print out* selengkapnya dari uji beda dua rata-rata dengan sampel berpasangan (*paired sample*) dapat dilihat pada Lampiran 6. *Return* yang diuji beda pada tabel 5.3.1 adalah *return* portofolio saham setelah diaplikasikan dan telah dikurangi dengan biaya transaksi yang ada yaitu sebesar 0.7%. Sedangkan *return* reksadana saham juga merupakan rata-rata *return* reksadana saham yang telah diaplikasikan (sesuai NAB yang berlaku setiap hari) jadi sudah dikurangi dengan biaya transaksi penjualan (*entry fee*) dan juga biaya transaksi penjualan kembali (*redemption fee*) yang besarnya berbeda-beda untuk masing-masing reksadana. Dan untuk memudahkan perhitungan serta generalisasi maka digunakan rata-rata seluruh *return* reksadana saham.

Berdasarkan hasil uji beda dua rata-rata yang telah dilakukan, hasil analisis data secara statistik menunjukkan bahwa dari pengujian yang dilakukan menunjukkan hasil tidak signifikan pada tingkat signifikansi ( $\alpha$ ) sebesar 5% (0,05) dengan kata lain hipotesis nol ( $H_{01}$ ) yang diajukan diterima, sehingga dapat disimpulkan tidak ada perbedaan *return* antara reksadana saham dengan portofolio saham. Hal ini dikarenakan reksadana saham adalah juga merupakan portofolio saham, selain itu ada kemungkinan manajer investasi melakukan portofolio dengan baik dan memperoleh informasi yang sama tentang keadaan pasar, sehingga tidak ada pihak yang mendapatkan informasi privat yang tidak dipublikasikan, akibatnya tidak ada pihak yang memperoleh *abnormal return* yang berlebihan. Hasil ini sesuai dengan hasil penelitian tentang kinerja reksadana yang dilakukan Sharpe (1966) dan Jensen (1968) yang menyatakan bahwa berinvestasi melalui reksadana tidak mendapatkan *abnormal return* yang berlebihan (Jogiyanto, 1998, h. 333). Hasil uji beda juga menunjukkan bahwa investor dapat mempercayakan dananya kepada manajer investasi karena ternyata manajer investasi juga dapat memberikan *return* yang sama besarnya kepada investor.

### 5. 3. 2. Uji Beda Dua Rata-Rata antara Resiko Reksadana Saham dengan Resiko

#### Portofolio Saham Menggunakan *Single Index Model*

Berdasarkan hasil uji beda dua rata-rata yang telah dilakukan, hasil analisis data secara statistik menunjukkan bahwa dari pengujian yang dilakukan menunjukkan hasil sangat signifikan pada tingkat signifikansi ( $\alpha$ ) sebesar 5%, sehingga hipotesis nol ( $H_{02}$ ) yang diajukan ditolak, artinya ada perbedaan resiko antara reksadana saham dengan portofolio saham, hal ini dikarenakan reksadana saham juga merupakan portofolio saham

yang juga berusaha untuk memperkecil resiko atas investasi yang dilakukannya. Besar kecilnya resiko reksadana tergantung dari tujuan/sasaran investasi, kepiawaian dan kebijakan masing-masing manajer investasi dalam mengalokasikan dananya, walaupun sama-sama bergerak dalam investasi saham namun jenis saham yang dipilih untuk komposisi portofolionya berbeda-beda antara reksadana saham satu dengan lainnya. Hasil uji beda dua rata-rata dengan sampel berpasangan (*paired sample*) dapat dilihat di tabel 5.3.2, hasil *print out* selengkapnya dapat dilihat pada Lampiran 7.

Tabel 5.3.2.

Hasil Uji Beda Dua Rata-Rata antara Resiko Reksadana Saham dengan Resiko Portofolio Saham Menggunakan *Single Index Model* Setelah Diaplikasikan

<i>Paired Sample Test</i> antara :	$(\bar{x}_1 - \bar{x}_2)$	t	df	Sig.(2 tailed)
Rata-rata resiko reksadana saham dengan resiko portofolio	-0,8091518	-7,870	17	0,000

Sumber : Hasil Olah Data SPSS Windows 8.5

#### 5. 4. Pemeringkatan Reksadana Saham Dengan *Sharpe Index*

Setelah dilakukan uji beda *return* dan resiko antara reksadana saham dengan portofolio saham, maka diperoleh hasil sebagai berikut: secara statistik antara reksadana saham dengan portofolio saham tidak terdapat perbedaan *return*, namun diantara keduanya terdapat perbedaan resiko, sehingga investor harus jeli dalam memilih dan menentukan seberapa besar toleransi resiko yang masih dapat ditanggungnya. Jika investor sangat sibuk atau kurang pengetahuan maupun pengalaman tentang berinvestasi di pasar modal, investor dapat memanfaatkan kepiawaian manajer investasi dan mempercayai manajer investasi pada reksadana saham yang ada di Indonesia, karena setelah diuji beda ternyata tidak ada perbedaan *return* antara reksadana saham dengan portofolio saham yang



dilakukan sendiri oleh investor. Investor dapat memilih satu atau beberapa reksadana saham yang dinilai berpotensi di masa mendatang dan sesuai dengan tujuan investasinya. Untuk memilih reksadana saham yang dinilai berpotensi dan baik kinerjanya, tidak bisa hanya berpatokan pada *return* saja (Prather, 1998). Sebagai seorang investor yang rasional, ia juga harus memperhatikan resiko dari investasi yang dipilihnya, karena alasan tersebut maka digunakan *Sharpe Index* untuk mempermudah pengukuran kinerja dari masing-masing reksadana saham. Setelah itu dilakukan pemeringkatan terhadap kinerja masing-masing reksadana saham berdasarkan *Sharpe Index*, semakin besar indeks Sharpe-nya semakin baik kinerja portofolio dari reksadana saham tersebut. Hasil pemeringkatan reksadana pada tiap-tiap periode penelitian dapat dilihat Lampiran 4.

Selanjutnya untuk keseluruhan atau secara rata-rata bila investor memilih reksadana BIG Nusantara, akan memperoleh *return* yang sama dengan resiko yang lebih kecil, karena reksadana ini memiliki nilai rata-rata Indeks Sharpe tertinggi, selain itu BIG Nusantara juga sering masuk dalam urutan tiga besar pada beberapa periode penelitian. Pilihan kedua jatuh pada reksadana GTF Agresif, yang juga sering masuk dalam urutan tiga besar pada beberapa periode penelitian. Untuk lebih jelasnya lihat tabel 5.4.1.

Tabel 5.4.1  
Peringkat Reksadana Saham berdasarkan Indeks Sharpe

NAMA	AVERSTD	AVRETR	AVSHAR	PERINGKAT
Big Nusantara	0,0169728	0,002255	0,145994	1
GTF Agresif	0,0265129	0,004465	0,122218	2
DGT Raya	0,0340030	0,003683	0,077093	3
Panin DM	0,0205711	0,003226	0,059990	4
GTF Sejahtera	0,0247307	0,002550	0,057808	5
BNI Danaber	0,0275059	0,002951	0,056993	6
Dana Mega	0,0160085	0,002391	0,052506	7
Biradana	0,0212892	0,002031	0,048343	8
Bahana DP	0,0243478	0,002309	0,040337	9
Abnamro	0,0213240	0,001885	0,036399	10
GTF Sentosa	0,0259850	0,002430	0,032111	11
Bima	0,0197124	0,001416	0,027518	12
Phinisi Dana S	0,0179788	0,001581	0,025452	13
Arjuna	0,0270730	0,002058	0,025139	14
Nikko Saham	0,0274803	0,003721	0,019137	15
Billis Superdin	0,0235253	0,001780	0,014613	16
Indosurya K	0,0189477	0,001455	0,013106	17
DGT Mega	0,0226414	0,001903	-0,004250	18
DR Mawar	0,0256756	0,001504	-0,011190	19
DR Syariah	0,0264625	0,001102	-0,020230	20
Renc Cerdas	0,0232931	-0,000230	-0,030650	21
Average Sharpe			0,037544	

Sumber: Harian Bisnis Indonesia, tahun 1998-2000

Keterangan:

AVERSTD : rata-rata deviasi standar

AVRETR : rata-rata *return*

AVSHAR : rata-rata indeks Sharpe

### Pengelompokan reksadana saham

Reksadana saham berdasarkan strategi investasi atau alokasi assetnya dapat dikelompokkan menjadi 2 golongan, yaitu reksadana yang 100% berinvestasi di pasar saham dan reksadana saham yang 80% berinvestasi di pasar saham sedang sisanya yang 20% ditanamkan pada pasar uang, obligasi atau jenis investasi lainnya. Kedua golongan reksadana ini jika diuji beda, hasilnya tetap sama dengan hasil uji beda yang telah

dilakukan sebelumnya. Hanya saja kedua golongan reksadana tersebut jika dinilai kinerjanya berdasarkan indeks Sharpe dan strategi investasinya, hasilnya adalah sebagai berikut:

Tabel 5.4.2.  
Evaluasi Kinerja Dua Kelompok Reksadana Saham Berdasarkan Strategi Investasinya

Reksadana dengan strategi investasi 100% saham		Reksadana dengan strategi investasi 80% saham dan 20% jenis investasi lain	
Nama reksadana	Indeks Sharpe	Nama reksadana	Indeks Sharpe
Arjuna	0.025139	Abnamro Dana S	0.036399
Bima	0.027518	BIG Nusantara	0.145994
Billis Superdina	0.014613	BNI Danaberkem	0.056993
DR Mawar	-0.011190	Dana Mega	0.052506
DR Syariah	-0.020230	Indosurya K	0.013106
DGT Mega	-0.004250	Panin Dana M	0.059990
DGT Raya	0.077093	Biradana	0.048343
GTF Agresif	0.122218	Bahana Dana P	0.040337
GTF Sentosa	0.032111	Rencana Cerdas	-0.030650
GTF Sejahtera	0.057808		
Nikko Saham	0.019137		
Phinisi Dana S	0.025452		
Rata-rata Sharpe	0.03045158	Rata-rata Sharpe	0.047002

Dari tabel 5.4.2 dapat dilihat bahwa reksadana saham yang strategi investasinya 80% saham dan 20% jenis investasi lain ternyata mempunyai kinerja lebih baik daripada reksadana saham yang strategi investasinya 100% di pasar saham, hal ini diduga karena pilihan kombinasi portofolionya menjadi lebih luas sehingga lebih aman, terutama pada kondisi ekonomi yang tidak menentu. Untuk kondisi investasi yang beresiko seperti di Indonesia, investor lebih baik memilih reksadana saham yang strategi investasinya 80% di pasar saham dan 20% pada investasi jenis lain, karena kinerjanya secara rata-rata juga lebih baik daripada reksadana yang berinvestasi 100% di pasar saham.

### 5. 5. Penentuan Alternatif Investasi

Setelah mengukur kinerja 21 reksadana saham yang ada dengan menggunakan *Sharpe Index*, maka dilakukan juga pengukuran serupa terhadap hasil portofolio terapan yang dibentuk menggunakan *Single Index Model*. Hasil selengkapnya perhitungan kinerja portofolio perbulan berdasarkan indeks Sharpe dapat dilihat pada tabel 5.5.1. Dari hasil perhitungan ternyata portofolio hasil bentukan *Single Index Model* memiliki indeks Sharpe lebih rendah daripada reksadana, jadi investor akan memperoleh keuntungan yang lebih besar jika ia melakukan portofolio melalui reksadana. Hal ini kemungkinan dikarenakan manajer investasi dalam mengalokasikan dananya lebih optimal daripada investor, selain itu manajer investasi didukung oleh pengalaman profesional serta tim riset yang handal.

Tabel 5.5.1  
Hasil Pemeringkatan Kinerja Portofolio berdasarkan Indeks Sharpe

Bulan	Retportfo	Risk free	Stdevport	SHARPE
Nov-98	0,39874	0,0015186	1,232322	0,322336
Des-98	-0,15138	0,0014700	0,395538	-0,386440
Jan-99	-0,03446	0,0013675	0,958621	-0,037370
Feb-99	-0,05932	0,0012638	1,327100	-0,045650
Mar-99	-0,09524	0,0010611	0,207000	-0,465220
Apr-99	0,30325	0,0009680	0,815814	0,370528
Mei-99	0,24156	0,0009469	0,704796	0,341394
Jun-99	0,05263	0,0008670	0,025730	2,011776
Jul-99	-0,30000	0,0007608	0,031040	-9,689460
Agt-99	0,05544	0,0006510	0,771427	0,071023
Sept-99	0,00896	0,0005290	0,853904	0,009873
Okt-99	0,07760	0,0004411	0,750670	0,102787
Nov-99	-0,09909	0,0003714	0,850712	-0,116920
Des-99	0,14589	0,0003586	1,173285	0,124038
Jan-00	-0,03875	0,0003590	1,199770	-0,032600
Feb-00	0,07725	0,0003569	1,387039	0,055437
Mar-00	0,02366	0,0003510	0,515903	0,045181
Apr-00	-0,11192	0,0003511	1,485450	-0,075580
Averagesh				-0,41083

Sumber: Harian Bisnis Indonesia tahun 1998-2000, diolah.

Keterangan:

Retportfo : *return* portofolio

*Risk free* : suku bunga bebas resiko

Stdevport : deviasi standar portofolio

SHARPE : besarnya Indeks Sharpe

Averagesh : rata-rata Indeks Sharpe

Rata-rata indeks Sharpe portofolio secara keseluruhan sebesar -0,41083, sehingga bila indeks Sharpe lebih besar dari rata-rata -0,41083, misalnya pada bulan November 1998, April, Mei, Juni 1999, berarti kinerja portofolio pada bulan-bulan tersebut baik karena berada di atas rata-rata indeks Sharpe secara keseluruhan.

## BAB VI

### KESIMPULAN DAN SARAN

#### 6. 1. Kesimpulan

Dari pembahasan yang telah dilakukan pada bab sebelumnya, beberapa kesimpulan yang diperoleh adalah sebagai berikut:

1. Dari perhitungan *Single Index Model* yang telah dilakukan pada tiap periode penelitian maka diperoleh kesimpulan bahwa *return* portofolio ( $R_p^*$ ) terbesar dicapai pada bulan Oktober 1998 yaitu sebesar 39,874% dari seluruh dana yang diinvestasikan, dengan variabilitas *return*/kemungkinan menyimpang dari yang diharapkan/covarian/resiko portofolio ( $\sigma_p^*$ ) sebesar 1,232522 dan resiko yang tidak dapat dikurangi lagi/resiko sistematis portofolio terapan ( $\beta_p^*$ ) sebesar 0,0562, jadi jika *return* pasar berubah sebesar 1% maka *return* portofolio akan merubah sebesar 5,62% dengan arah yang sama (karena beta positif). *Return* tertinggi dicapai pada bulan Oktober 1998, dimungkinkan karena mulai diperbolehkannya investor asing masuk dan menanamkan modalnya di bursa Indonesia, sehingga terjadi pembelian dalam jumlah besar yang pada akhirnya ikut mengangkat harga saham-saham yang dibelinya. Pada bulan-bulan berikutnya *return* portofolio mengalami penurunan, hal ini dimungkinkan karena pasar melakukan konsolidasi (dalam hal ini penyesuaian pasar) dimana para pemegang saham biasanya melakukan aksi jual untuk mendapatkan keuntungan (*profit taking*).

2. Berdasarkan hasil uji beda dua rata-rata dapat disimpulkan bahwa tidak terdapat perbedaan *return* secara statistik antara reksadana saham dengan portofolio saham, namun ada perbedaan resiko antara keduanya, sehingga investor dapat mempercayakan dananya untuk dikelola oleh manajer investasi karena manajer investasi ternyata dapat menghasilkan keuntungan yang sama besarnya dibanding jika investor melakukan portofolio sendiri menggunakan *Single Index Model*. Reksadana juga dapat menjadi salah satu alternatif investasi bagi investor yang sibuk atau merasa kurang berpengalaman di pasar modal dengan cara memanfaatkan kepiawaian dan profesionalisme manajer investasi reksadana saham yang ada. Namun besar kecilnya resiko reksadana tergantung tujuan investor dalam berinvestasi, kebijakan manajer investasi dan kepiawaiannya dalam memilih saham-saham mana saja yang masuk dalam komposisi portofolionya, agar dapat memberikan keuntungan maksimal dengan resiko tertentu.
3. Pemilihan reksadana saham yang memiliki kinerja terbaik dilakukan dengan cara membuat peringkat terhadap 21 reksadana saham yang ada berdasarkan *Sharpe Index*, dan ternyata kinerja reksadana saham terbaik selama periode penelitian adalah BIG Nusantara yang dikelola oleh manajer investasi PT. Bhakti Investama. Reksadana saham BIG Nusantara memiliki indeks Sharpe tertinggi (0,145994) dibanding reksadana saham lainnya, peringkat dua ditempati oleh GTF Agresif dengan indeks Sharpe sebesar 0,122218. Peringkat ketiga dan selanjutnya berturut-turut dipegang oleh Danamon GT Raya, Panin Dana Maksima, GTF Sejahtera, BNI Dana Berkembang, Dana Megah Kapital, Biradana Saham, Bahana Dana Prima dan ABN Amro Dana Saham. Reksadana saham berdasarkan strategi

investasinya dibagi 2 golongan, yaitu reksadana saham yang berinvestasi 100% di pasar saham dan reksadana saham yang 80% berinvestasi di pasar saham sedang 20% sisanya diinvestasikan pada jenis investasi lain (pasar uang, surat hutang dan lain-lain). Hasil kinerja reksadana saham golongan kedua ini ternyata lebih baik daripada reksadana yang berinvestasi 100% di pasar saham, hal ini dapat dilihat dari besarnya indeks Sharpe yang dicapai oleh kedua jenis reksadana saham, jadi investor lebih baik memilih reksadana yang strategi investasinya adalah 80% di pasar saham dan 20% pada investasi jenis lain.

4. Reksadana saham memiliki kinerja lebih baik dibanding portofolio menggunakan *Single Index Model*, hal ini dapat dilihat dari nilai indeks Sharpe reksadana saham yang lebih besar dibanding indeks Sharpe portofolio saham menggunakan *Single Index Model*. Jadi dalam berinvestasi, investor dapat memilih reksadana sebagai alternatif investasinya di pasar modal, tanpa harus melakukan portofolio melalui serangkaian prosedur perhitungan yang ada. Hal ini didukung pula oleh hasil uji beda dua rata-rata secara statistik yang menyatakan bahwa resiko yang ditanggung oleh reksadana saham ternyata lebih kecil bila dibandingkan resiko yang ditanggung oleh portofolio saham secara langsung menggunakan *Single Index Model*.

## 6. 2. Saran

Beberapa saran yang dapat dikemukakan antara lain:

1. Bagi investor yang hendak berinvestasi melalui reksadana saham, hendaknya mencari informasi selengkap-lengkapnyanya dari prospektus tiap-tiap reksadana serta



menentukan tujuan investasinya. Jika investor mengharapkan pendapatan yang tinggi dalam jangka panjang, ia dapat memilih reksadana dengan sasaran pertumbuhan. Bila investor mengharapkan pendapatan yang tinggi dalam jangka pendek maka sebaiknya ia memilih reksadana dengan sasaran pendapatan. Setelah itu investor membandingkan kinerja portofolio dari manajer investasi dengan melakukan pemeringkatan terhadap hasil kinerja reksadana saham yang ada, misalnya menggunakan *Sharpe Index* atau melihat hasil pemeringkatan reksadana saham yang sudah ada. Sebelum benar-benar membeli suatu reksadana, investor juga perlu mengenali siapa saja manajer investasinya, bagaimana likuiditas reksadana yang bersangkutan, seberapa besar dana yang dikelolanya, seberapa besar biaya penjualan (*entry fee*) dan biaya penjualan kembali (*redemption fee*). Semua informasi ini biasanya terdapat dalam prospektus masing-masing reksadana, untuk ini tidak ada pilihan lain selain membaca prospektus dengan teliti.

2. Untuk kondisi investasi yang beresiko seperti di Indonesia, investor dapat memilih reksadana saham yang strategi investasinya tidak mengalokasikan 100% dananya di pasar saham, karena meskipun *return* yang dihasilkan sama namun dengan memilih reksadana saham yang strategi investasinya 80% di pasar saham dan 20% pada jenis investasi lain, sehingga investor dapat mengurangi resiko yang harus ditanggungnya.
3. Investor dapat mempercayakan dana mereka pada satu manajer investasi namun tidak menutup kemungkinan adanya proses diversifikasi dua tingkat, jadi tidak terpaku pada satu reksadana saham saja. Investor dapat melakukan portofolio

pada beberapa reksadana saham yang dinilai baik kinerjanya, dengan diversifikasi dua tingkat diharapkan resiko yang harus ditanggung investor dapat diperkecil lagi.

## DAFTAR PUSTAKA

- Adler Haymans Manurung, (1999), "Manajemen Portofolio dan Perkembangan Reksadana", *Usahawan*, No.3 Th. XXVII/ Maret, h.24-29.
- Ang, Robbert (1997), *Buku Pintar Pasar Modal Indonesia*, Mediasoft Indonesia, First Edition
- Bursa Efek Jakarta (1999), *Peraturan Indeks LQ45*; Jakarta
- Bursa Efek Jakarta (1997), "Pasang Naik Reksadana-Dampaknya Sampai Dimana", *Jurnal Pasar Modal Indonesia*, No. 03/ VII /Maret, h.65-71.
- Bursa Efek Jakarta (1996), "Reksadana, Batu Loncatan Bagi Pemodal Pemula", *Jurnal Pasar Modal Indonesia*, No. 10/ VII / Oktober, h. 18-26.
- Bursa Efek Jakarta (1996), "Mendorong Investor Domestik Agar Melakukan Investasi Dalam Reksadana", *Jurnal Pasar Modal Indonesia*, No. 07/ VII /Juli, h. 83-87.
- Chevalier, Judith and Glenn Ellison (1998), "Are Some Mutual Fund Manager Better Than Others? Cross-sectional Patterns in Behaviour and Performance", *Working Paper*, May
- Elton, J. Edwin; Martin J, Gruber (1994), *Modern Portfolio Theory and Investment Analysis* , John Willey and Sons Inc., New York, Fourth Edition.
- Farid Harianto dan Siswanto Sudomo (1998), *Perangkat dan Teknik Analisis Investasi di Pasar Modal Indonesia*, PT BEJ Jakarta.
- Fischer, E. Donald dan Ronald J. Jordan (1996), *Managed Portfolios and Performance*, Prentice Hall, Sixth Edition.
- Emory, C. William (1996), *Metode Penelitian Bisnis*, Penerbit Erlangga Jakarta
- Goetzmann, William N dan Roger G. Ibbotson (1994), "Do Winner Repeat?", *Journal of Portfolio Management*.
- <http://www.indoexchange.co.id>, Daftar Reksadana.
- <http://www.investor.co.id>, Reksadana sebagai Alternatif Investasi.
- Harmono (1999), "Analisis Portofolio Saham untuk Menentukan Return Optimal dan Resiko Minimal", *Jurnal Ikatan Akuntansi Indonesia*.

- Hendricks, Darryl, Jayendu Patel and Richard Zeckhauser (1993), "Hot Hands in Mutual Funds: Short-Run Persistence of Relative Performance, 1974-1988", *Journal of Finance*.
- Ippolito, Richard A. (1993), "On Studies of Mutual Fund Performance, 1962-1991", *Financial Analysts Journal*.
- Jaka E. Cahyono (2000), *Cara Jitu Meraih Untung dari Reksa Dana*, PT. Elex Media Komputindo, Jakarta.
- Jogiyanto (1994), *Dasar-Dasar Teori Portfolio dan Analisis Sekuritas*, BPFE UGM, Yogyakarta.
- Kandel, Shmuel and Robert F. Stambaugh (1995), "Portfolio Inefficiency and The Cross-Section of Expected Return", *Journal of Finance*, Vol 1, No.1, March
- Malkiel, Burton G. (1995), "Returns from Investing in Equity Mutual Fund 1971 to 1991", *Journal of Finance*, Vol 1, No. 2, June
- Pettengill, Glenn. N, Sridhar Sundaram and Ike Mathur (1995), "The Conditional Relation between Beta and Returns", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 30 No. 1, March
- Poon, S., S.J. Taylor dan C.W.R. Ward (1992), "Portfolio Diversification: A Pictorial Analysis of the U.K. Stock Market", *Journal of Business Finance and Accounting*, hal. 87-101
- Prather, Larry J (1998), "The Hazard of Selecting Mutual Funds Based on Returns", *Journal of The American Society of Actuaries*, hal 72-76.
- R. Agus Sartono dan Sri Zulaihati (1998), "Rasionalitas Investor Terhadap Pemilihan Saham dan Penentuan Portofolio Optimal Dengan Model Indeks Tunggal di BEJ", *Kelola*, No 17, Yogyakarta, p 107-121
- Said Bawazier dan Jati Pingkir Sitanggang (1994), "Memilih Saham Untuk Portofolio Optimal", *Usahawan*, XI; hal. 34-40
- Sekaran, Uma (1992), *Research Methods For Business: Skill-Building Approach*, 2nd Edition, John Wiley & Sons Inc.
- Sevilla, Consuelo G, et. all (1993), *Pengantar Metode Penelitian*, UI-Press, Jakarta.
- Sharpe, William F., Gordon, J. Alexander, dan V. Bailey (1995), *Investment*, Prentice Hall, New York

Sirri, Erik. R dan Peter Tufano (1997), "Costly Search and Mutual Fund Flows",  
"Working Paper", Oktober

Suad Husnan (1995), "Pasar Modal", *Makalah Seminar*, Universitas Atmajaya  
Yogyakarta

Vasilellis, George.A dan Nigel Meade (1996), "Forecasting Volatility for Portfolio  
Selection", *Journal of Business, Finance and Accounting*, No. 23, January

White, John B dan morgan P. Miles, (1999), "Last Year's Winners as This Year's  
Picks: an Analysis of Recent Hindsight as a Mutual Fund Trading Rule?",  
*Journal od Financial and Strategic Decisions*, Vol. 12. No. 1.

Wonnacot, Ronald J. dan Wonnacot, Thomas H. (1985), *Introductory Statistics*, 4th  
Edition, John Wiley & Sons, Inc.

Yuni Elvira dan Fiteriyanto (1997), "NAB Reksadana Berlomba Dengan Tingkat  
Suku Bunga", *Jurnal Pasar Modal Indonesia*, No. 6/ VIII / Juni h. 20-25.